

Carta do Gestor



Cenário Macroeconômico

O mês de março foi caracterizado pela elevação da aversão ao risco, com impactos baixistas sobre várias categorias de ativos financeiros. O principal vetor de influência foi a abertura relevante de juro longo nos EUA, refletindo o aumento das preocupações com o início do ciclo de afrouxamento monetário por parte do Fed. No ano, a taxa da Treasury de 10 anos oscilou de 3,87% para os atuais 4,36%. Esse movimento de 50 pontos-base não deve ser lido como trivial, ainda mais porque a premissa crucial definidora do cenário macroeconômico – qual seja, a de que o banco central norte-americano iniciará o ciclo de redução de juros ainda neste ano –, mantém-se presente.

Muito dessa abertura de juro nos EUA associa-se a surpresas altistas com dados de atividade econômica, que têm sugerido expansão do PIB no primeiro trimestre acima do crescimento potencial, o que aumenta as incertezas sobre a desinflação futura. O tracking de PIB do Fed de Atlanta, por exemplo, apontou para 2,0% em meados de março, e desde então essa estimativa tem aumentado, alcançando 2,8% no começo de abril, com a surpresa altista gerada pela divulgação do ISM manufatureiro. É bem verdade que os discursos mais recentes dos membros do FOMC têm dado mais ênfase à evolução da inflação do que aos dados de atividade econômica, mas em um ambiente de mercado de trabalho bastante aquecido, os riscos de uma aceleração inflacionária gerada pela demanda voltam a ficar relevantes.

A premissa crucial para o cenário prospectivo continua válida. Ainda há consenso entre os participantes do mercado de que o Fed iniciará o processo de queda de juros nos próximos meses. As percepções dos analistas apontam para a reunião de junho, que já estava sendo apontada por nós desde meados de 2023, o que foi reforçado com os dados mais recentes da inflação do PCE, mais favoráveis e ainda em trajetória de desinflação. Entretanto, a comunicação do Fed, muito cautelosa para não gerar ondas de otimismo exacerbado, tem reforçado o caráter *data-dependent* das próximas reuniões, assim como tem ocorrido com outros bancos centrais. Nesse sentido, focando mais em inflação do que em atividade, não alteramos o nosso cenário-base, que contempla um primeiro movimento de afrouxamento em junho, quando o BC norte-americano voltará a divulgar o seu cenário (*dot plot*). Naturalmente, a sinalização emitida em maio, se de fato ocorrer, será essencial para reforçarmos essa visão.

Na Área do Euro, o Banco Central Europeu continua cauteloso e em modo dependente dos dados, mas a rápida e intensa desinflação dos últimos meses na maior parte dos países do bloco sugere que a sinalização de um primeiro corte de juros somente no terceiro trimestre pode

ser antecipada. Atualmente, o viés é de queda de juros pelo BCE também em junho, como sugerido pela ata da última reunião de política monetária. No Japão, a política monetária de juro -0,1% ao ano foi finalmente alterada (para juro entre 0,0% e +0,1%), mas com a sinalização de um movimento apenas pontual. Na China, o conjunto de dados do período janeiro-fevereiro – métrica mais justa considerando o ano lunar, de janeiro em 2023 para fevereiro neste ano – surpreendeu positivamente, mas apenas sugerindo estabilização. De fato, a tendência para o crescimento anual da segunda maior economia global continua sendo de desaceleração, mas suavizada por estímulos governamentais.

Enquanto as incertezas mantêm-se elevadas, a já mencionada elevação de juro longo nos EUA gerou impactos relevantes nos mercados, com fortalecimento do dólar ante outras moedas e a alta da cotação do ouro – que atingiu patamar nominal recorde. Contudo, a bolsa norte-americana mantém-se em níveis elevados e sem correção diante desse movimento de maior aversão ao risco, ainda favorecida, principalmente, pela valorização das empresas de tecnologia. No mercado cambial, a moeda brasileira foi mais afetada do que seus pares, o que foi influenciado por fatores técnicos. Não avaliamos que o destaque negativo do real nas últimas semanas se justifique por alterações intrínsecas à economia brasileira. De fato, o diferencial de juro e os fluxos comerciais – ainda que em desaceleração ante 2023 – continuam sugerindo espaço para vermos o real apreciado, ligeiramente abaixo de R\$ 5/US\$, em ambiente de risco país estável.

No que tange ao cenário doméstico, os dados mais recentes de atividade econômica continuam apontando para uma forte recuperação do PIB no primeiro trimestre do ano, após a estabilidade registrada nos dois trimestres anteriores. Essa recuperação não está sendo generalizada, com a indústria apresentando performance inferior ao verificado no comércio varejista e em serviços. O mercado de trabalho, que vinha apresentando sinais de acomodação, voltou a surpreender positivamente, com aceleração da geração de vagas de trabalho e expansão da renda. Ao mesmo tempo, pesquisas de negociações salariais, como o Salariômetro/FIPE, têm mostrado ganhos reais em patamares superiores aos observados nos últimos meses.

O Banco Central apontou recentemente que o mercado de trabalho é um fator de preocupação, pelas suas conexões potenciais com a inflação de serviços, que continua elevada. Entretanto, o Copom apontou que não terá uma “visão mecânica ou definitiva sobre quaisquer impactos ou relações” dos ganhos salariais e os preços. A autoridade monetária tem apontado elevado grau de incerteza em relação a esse ponto, potencializado por um cenário global ainda sem definição. Sob esse aspecto, o Comitê renunciou ao *forward guidance* com que vinha trabalhando para duas reuniões subsequentes. Na reunião de março, sinalizou a intenção de reduzir a Selic em 50 pontos-base em maio e, de junho em diante, definir a sua atuação de acordo

Carta do Gestor

Esse material é de responsabilidade da Brasilprev Seguros e Previdência S.A. (CNPJ 27.665.207/0001-31) e tem caráter meramente informativo, não podendo ser distribuído, reproduzido ou copiado sem a expressa concordância da empresa. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura e não é líquida de impostos. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos (FGC). Você encontra mais informações em nosso site (<https://www1.brasilprev.com.br/>) ou através dos nossos canais de atendimento.

com os dados. Avaliamos que a comunicação da autoridade monetária é compatível com a elevação das incertezas sobre o cenário. Assim, ganhar flexibilidade sem as amarras de uma sinalização prévia fez todo o sentido. De fato, o BC apontou que não houve mudança substancial no cenário econômico com o qual trabalha, inclusive mantendo as projeções de inflação para 2025 (3,2%, ante uma meta de 3,0%), horizonte mais relevante da política monetária atual.

Os dados de inflação ao consumidor reforçam essa maior cautela do BC brasileiro. Se por um lado não esperamos que o IPCA de março seja tão pressionado quanto o de fevereiro – muito influenciado por questões sazonais relacionadas a reajustes escolares –, por outro, a inflação de serviços e os núcleos de inflação mantêm-se em patamares incompatíveis com a meta de inflação. No curto prazo, avaliamos que há riscos mais altistas do que baixistas para os preços, com destaque para defasagem de preços domésticos de combustíveis, abaixo dos preços internacionais, e a retomada de preços de alimentos.

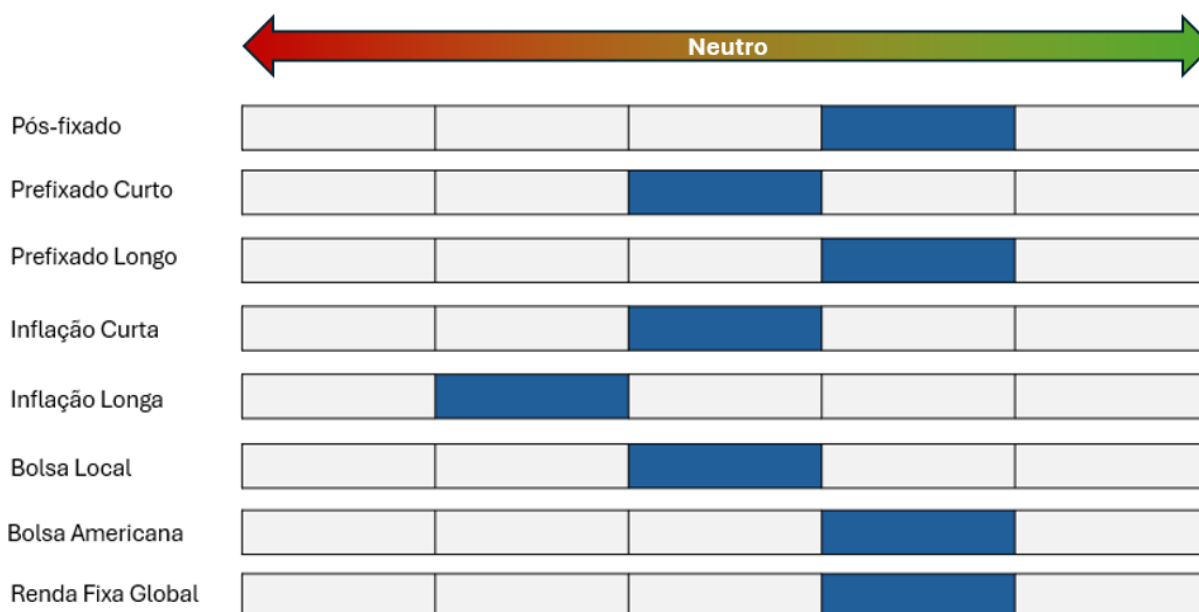
Não descartamos aumento da volatilidade nos meses à frente. Assim, sob a ótica do BC, poder avançar no afrouxamento com maior flexibilidade é essencial para responder rapidamente ao cenário, se necessário. Do nosso lado, continuamos trabalhando com Selic de 9,0% ao final deste ano, o que contempla uma redução de 50 pontos-base em maio e quedas sequenciais de 25 pontos-base a partir de junho. Já para o próximo ano, a política monetária estará mais dependente do quadro internacional, sobretudo das ações do Fed.

Alocação

Os juros apresentaram novas aberturas, o dólar se fortaleceu globalmente e o Ibovespa encerrou em queda. Em contrapartida, o S&P 500 novamente surpreendeu positivamente, alcançando patamares máximos históricos e, ao mesmo tempo, os índices de ações Small Caps no Brasil também fecharam em território positivo, se descorrelacionando do movimento observado no mercado de juros.

Entendemos que o movimento, dos juros é algo pontual e não altera nosso cenário base, mas eleva os prêmios tanto nos ativos de renda fixa quanto nos de renda variável. Portanto, aproveitamos para aumentar nossas exposições nas classes cujas convicções permanecem elevadas.

Tabela 1 – Fatores de Risco



Na parcela de renda fixa, aumentamos nosso viés aplicado nos vértices intermediários da curva nominal, em detrimento dos vencimentos mais curtos, cujos prêmios parecem menos atrativos.

Em relação aos ativos indexados à inflação, iniciamos o mês mais posicionados nos vértices curtos e a partir da metade do mês passamos a reduzir nossas posições, por entendermos que os efeitos sazonais do início do ano devem se dissipar, dando continuidade ao processo desinflacionário. Nos vencimentos mais longos, optamos por permanecer neutros, carregando nossas posições atuais, sem aumentá-las, pela falta de gatilhos altistas de curto prazo, apesar de enxergarmos que haverá espaço para ganhos no médio prazo nesses papéis, principalmente com *yields* próximos a 6%.

Nossa exposição internacional, principalmente na bolsa dos Estados Unidos, continua surpreendendo positivamente, pautada nas teses de tecnologia, em contrapartida da nossa subexposição em ações domésticas. Apesar do *valuation* descontado das ações brasileiras, continua a saída do capital estrangeiro do Brasil, cujo montante no primeiro trimestre deste ano alcançou R\$22,90 bilhões.

Por fim, outro movimento importante ao longo do mês de março foi o aumento da nossa exposição aplicada na curva de juros americana, onde vimos aumento dos prêmios.

Tema de análise: O Ciclo financeiro Global e Mercados Emergentes

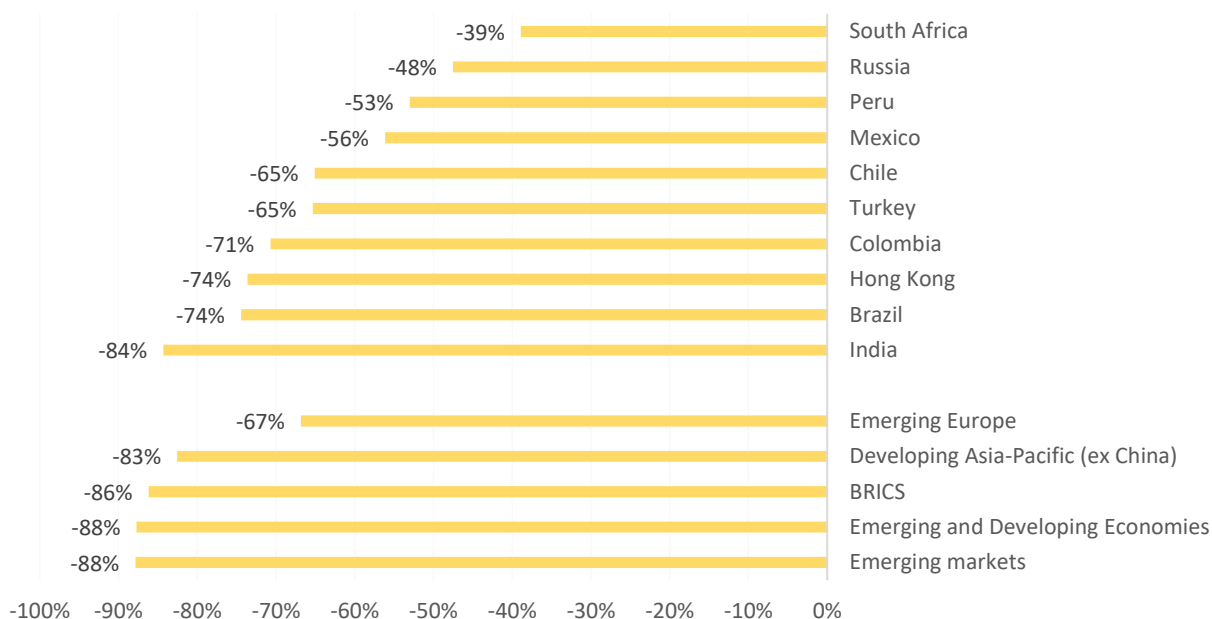
A flutuação dos fluxos globais de capital é um elemento importante em economias emergentes com abertura financeira, principalmente quando falamos sobre fluxos de portfólio, focados em ativos financeiros e com maior volatilidade condicionada ao ciclo financeiro global. Isso se deve ao fato de que o peso desse fluxo sobre o balanço de capitais desses países é relativamente significativo.

Dessa forma, entender o momento do ciclo financeiro global em que nos encontramos é fundamental quando pensamos em mapear os possíveis caminhos para os ativos brasileiros ao longo dos próximos trimestres de 2024. A economia brasileira está inserida no contexto das grandes economias emergentes, com abertura financeira e ainda elegíveis aos portfólios globais de investimento.

Podemos pensar o ciclo financeiro global através da propensão ao risco dos grandes fluxos de capital e como estes intercalam momentos de escassez e abundância em economias e ativos fora do escopo das grandes economias desenvolvidas. Uma ampla gama de estudos promovida nas últimas décadas identifica duas variáveis como direcionadores deste ciclo, sendo a taxa de juros livre de risco e a percepção geral de risco sistêmico. Em ambos os casos se assume, de maneira razoável, que as variáveis “sistêmicas” podem ser emuladas através da taxa de juros americana de 10 anos e pelo índice de volatilidade do mercado acionário americano.

Assim, a elevação do nível de liquidez nos mercados financeiros globais somada a uma percepção controlada de risco leva à propulsão do crédito e maior alavancagem dos portfólios de investimento globais. Isso se converte no transbordamento dos fluxos de portfólio para economias não-desenvolvidas e, por consequência, na melhora dos preços de ativos. Inversamente, quando ocorre um ajuste na liquidez global (via política monetária nas economias centrais) ou um abrupto aumento na percepção de cenários de risco, o movimento se converte na reavaliação de passivos e na liquidação de posições em ativos externos. O ponto central reside, em resumo, na necessidade de obter retornos mais elevados condicionada à percepção geral de risco.

Gráfico 1 – Correlação entre Entrada de Fluxo Estrangeiro e Juros de 10 anos Americano



Fonte: EIU | Elaboração: Brasilprev

É importante ressaltar, neste ponto, que essa dinâmica é muito clara e evidente para um tipo de fluxo, o de capital estrangeiro ingressando ou saindo no país. Uma outra parte importante para considerarmos sempre nesse tipo de análise é a da saída líquida do capital local, que, em termos empíricos, é muito menos suscetível ao ciclo financeiro global. Feita essa ressalva, o maior foco no ingresso ou saída do fluxo estrangeiro é justificável pelo fato de ser um componente muito explicativo para a variabilidade dos preços dos ativos locais. No gráfico abaixo podemos ver o comportamento recente do Ibovespa frente o fluxo líquido de estrangeiros na bolsa brasileira.

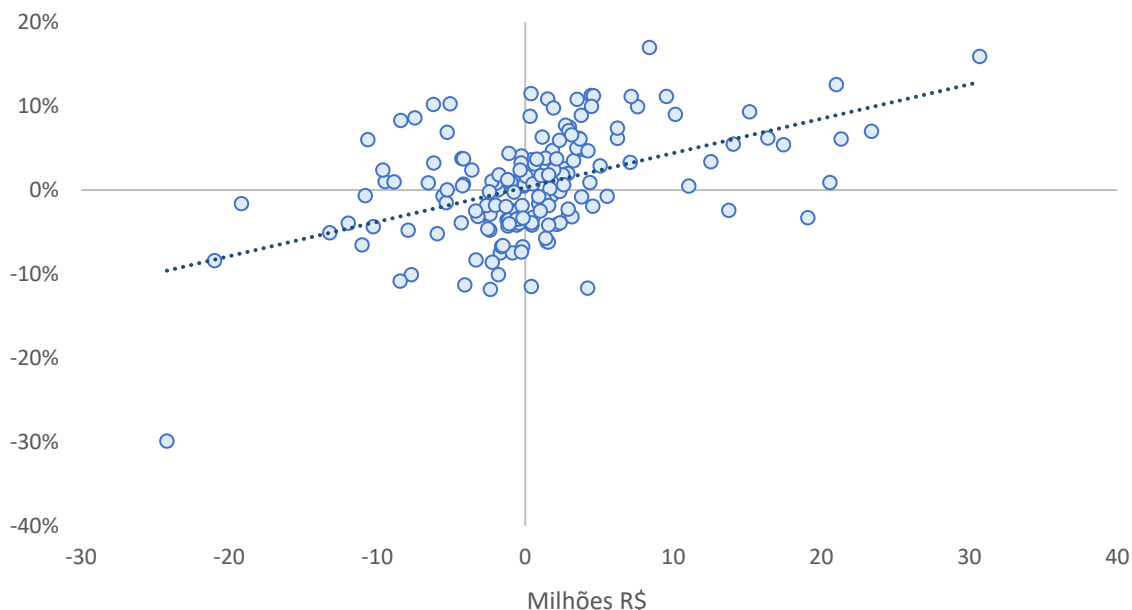
Em janelas de entrada de investidores estrangeiros observamos um movimento forte e acelerado de subida nos preços dos ativos e compressão nas taxas dos títulos de renda fixa, sendo verdadeiro também o inverso. Trazer esse mecanismo para o debate sobre nossas teses de portfólio é central quando contextualizamos o fato de que a taxa de juros de 10 anos americana está em um longo ciclo de alta que já se estende por quase 4 anos. Ainda que as discussões estejam intensas sobre a alta dispersão de cenários para o início dos cortes de juros por parte do FED, é difícil imaginar algo para além de setembro em um cenário já muito conservador. E, com

Carta do Gestor

Esse material é de responsabilidade da Brasilprev Seguros e Previdência S.A. (CNPJ 27.665.207/0001-31) e tem caráter meramente informativo, não podendo ser distribuído, reproduzido ou copiado sem a expressa concordância da empresa. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura e não é líquida de impostos. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos (FGC). Você encontra mais informações em nosso site (<https://www1.brasilprev.com.br/>) ou através dos nossos canais de atendimento.

isso, podemos vislumbrar também a migração de capital no sentido de mercados emergentes que descrevemos abaixo.

Gráfico 2 – Retornos Mensais do Ibovespa e Fluxo Mensal de Estrangeiros na Bolsa Brasileira (jan.2010 a mar.2024)



Fonte: Bloomberg | Elaboração: Brasilprev

Mas se a zeragem de posições em contexto de escassez muitas vezes se dá em massa, e em certo sentido indiscriminada, a reentrada é mais seletiva. E é aqui que pesam a conjuntura macroeconômica, ambiente político e geopolítico, além de questões sobre a qualidade institucional de cada país. E aqui o Brasil pode despontar como destaque positivo. Com um ambiente político interno estável e distante dos principais conflitos globais latentes (guerra da Ucrânia, conflitos no Oriente Médio e no mar do sul da China), nossa percepção nesse segmento é muito mais consistente que a de vários dos nossos pares relevantes.

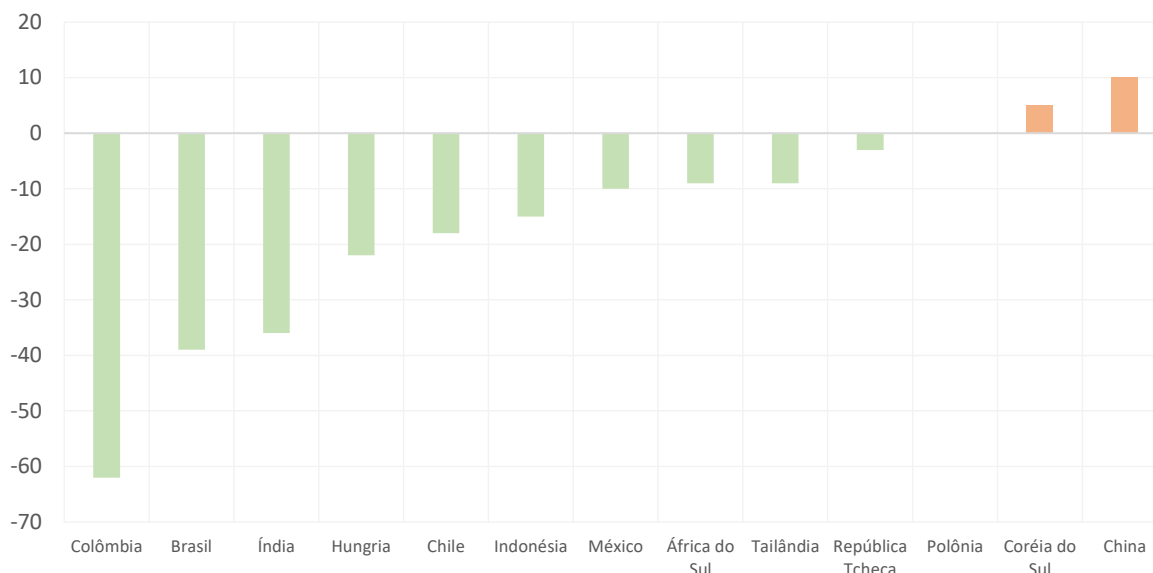
Quanto ao ambiente macroeconômico, também despontamos como uma das economias bem-posicionadas. O Brasil promoveu o tão desejado *soft landing*, com inflação amplamente controlada, taxa Selic em ciclo de queda e atividade econômica em recuperação, refletida em

Carta do Gestor

Esse material é de responsabilidade da Brasilprev Seguros e Previdência S.A. (CNPJ 27.665.207/0001-31) e tem caráter meramente informativo, não podendo ser distribuído, reproduzido ou copiado sem a expressa concordância da empresa. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura e não é líquida de impostos. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos (FGC). Você encontra mais informações em nosso site (<https://www1.brasilprev.com.br/>) ou através dos nossos canais de atendimento.

consecutivos dados de crescimento, emprego e renda acima dos níveis projetados. Ainda joga a nosso favor um balanço de pagamentos muito consistente, puxado em grande parte pelo crescente e consistente desempenho da nossa balança comercial.

Gráfico 3 – Variação do CDS 5 anos de emergentes selecionados entre jun/23 e abr/24 (em pts.)



Fonte: Bloomberg | Elaboração: Brasilprev

Fica como ponto de atenção a preocupação com a trajetória fiscal. Ainda que as reformas e o arcabouço fiscal vigente tenham afastado cenários de endividamento explosivo e dominância fiscal, os crescentes gastos com investimento público podem impactar na ancoragem das expectativas de inflação e refletirem um corte de juros menor do que o potencial. Esse ponto, porém, ainda não tem apresentado impacto relevante na melhora da percepção de risco relativo do Brasil frente aos seus pares. Isso muito provavelmente acontece pelo fato de que a economia mundial, no geral, tem se deparado no horizonte com um contexto fiscal mais expansionista.

Com isso concluímos que a reversão do longo movimento de juros na economia dos Estados Unidos deverá trazer um momento positivo para os mercados financeiros emergentes, com expectativas boas para o nosso mercado local. Ainda que tenhamos de enfrentar nossos próprios desafios, como a questão fiscal e alguma agenda de melhora no ambiente institucional,

Carta do Gestor

Esse material é de responsabilidade da Brasilprev Seguros e Previdência S.A. (CNPJ 27.665.207/0001-31) e tem caráter meramente informativo, não podendo ser distribuído, reproduzido ou copiado sem a expressa concordância da empresa. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura e não é líquida de impostos. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos (FGC). Você encontra mais informações em nosso site (<https://www1.brasilprev.com.br/>) ou através dos nossos canais de atendimento.

nos encontramos bem-posicionados em termos relativos para capturar uma parte importante da migração de fluxos financeiros. Pesa aqui uma economia dinâmica e desinflacionada e com ativos financeiros muito descontados e, por consequência, mais atrativos.

Na visão da gestão de portfólios ainda temos alguma preocupação de curto prazo quanto ao controle dos níveis de risco. Mas a convicção é forte de que, ao longo do ano, será importante estar com fundos e carteiras bem-posicionados em mercados de risco local, que deverão se refletir em performances significativas prospectivamente. A hora da arrancada, ao que tudo indica, pode estar chegando.