

Carta do Gestor



Cenário Macroeconômico

As crescentes incertezas sobre a dinâmica esperada para o cenário econômico global vistas em abril tem causas distintas. A intensificação de tensões geopolíticas no Oriente Médio, com ações sem precedentes envolvendo Israel e Irã, dados que mostram a resiliência da inflação nos EUA e a sinalização de postergação do início de queda de juros por parte do *Fed* foram fatores relevantes para a reavaliação das expectativas dos agentes econômicos. Os efeitos deste aumento de incerteza global sobre as perspectivas para a economia brasileira ainda foram potencializados por discussões sobre as metas do arcabouço fiscal.

Diante de piores perspectivas para inflação nos EUA, parte do mercado começou a cogitar a possibilidade de que o próximo movimento do *FOMC* poderia ser de elevação da taxa de juros. Alguns membros do colegiado, inclusive, chegaram a corroborar essa percepção. Contudo, na decisão de política monetária do dia 1º de maio, Jerome Powell explicitou que esse movimento é improvável, pelo menos neste momento. Ao mesmo tempo, o presidente do *Fed* deixou as portas abertas para a possibilidade de queda do juro ainda em 2024, condicionada à evolução dos dados. Esse discurso trouxe algum alívio nos primeiros dias do mês. Ao mesmo tempo, os dados de abril, mais moderados de atividade econômica nos EUA, inclusive no mercado de trabalho, contribuem para reduzir os riscos de uma retomada do aperto monetário.

Com um discurso totalmente *data-dependent* e com o juro mantido estável desde julho de 2023, o *Fed* deverá continuar observando a evolução da inflação até que ganhe confiança para poder iniciar um ciclo de aperto monetário. As métricas de curto prazo mais recentes de inflação amplificam a incerteza da autoridade monetária, ao mesmo tempo em que medidas mais estáveis, de variação em 6 e 12 meses, pararam de apresentar a tendência de desinflação.

Outros bancos centrais em países desenvolvidos estão, em geral, muito mais próximos do início do afrouxamento, com destaque para o Banco Central Europeu (BCE), a despeito da percepção de que o pior para a atividade econômica do bloco monetário já ficou para trás. De fato, no Velho Continente o processo de desinflação deve continuar em curso. Um primeiro movimento de redução dos juros em junho é bastante provável, com quedas intercaladas entre as reuniões subsequentes. Para o *Fed*, queda de taxa a partir de setembro ainda está no radar, a depender da retomada do ciclo de desinflação. No Japão, há expectativas de altas de juros, em um contexto de forte pressão salarial e depreciação cambial (já endereçada com intervenções recentes), mas com intensidade bastante limitada.

Na China, as autoridades políticas têm reforçado a preocupação com a atividade econômica, sugerindo que novas medidas de estímulo deverão ser lançadas nos próximos meses. Fatores estruturais relacionados à mudança no modelo de crescimento continuam se somando à crise imobiliária e ao excesso de capacidade ociosa em vários setores industriais, com destaque no siderúrgico. Essa combinação continua sugerindo pressões deflacionárias, o que pode contribuir para a desinflação global, mas com impactos ainda desconhecidos e provavelmente menores do que os observados em meados dos anos 2000.

No âmbito dos preços de *commodities*, fatores relacionados à oferta deverão continuar prevalecendo. O petróleo se mantém como destaque, diante de vetores geopolíticos e da possível continuidade de cortes na produção por parte da OPEP. O arrefecimento de tensões no Oriente Médio, contudo, tende a aliviar os riscos de elevação forte dos preços nos próximos meses, ainda que não seja suficiente, por si só, para trazer as cotações para patamares muito mais baixos do que US\$ 80/barril.

No Brasil, a mudança nas metas fiscais para 2025 e 2026 aumentou as incertezas em relação à trajetória da relação dívida/PIB, diante do reconhecimento por parte do governo de que será mais lento o processo de geração de superávits primários mais expressivos, apesar das metas superavitárias anunciadas para 2027 e 2028. Com os parâmetros que trabalhamos, e que já incorporam reduções sucessivas dos déficits e pequenos superávits primários adiante, os desafios de estabilização do endividamento público mantêm-se presentes, mesmo se considerado um maior crescimento do PIB nos anos à frente, refletindo os impactos de reformas econômicas nos últimos anos.

Diante da reprecificação de juros no cenário global e dos desafios fiscais, as expectativas de inflação para 2025 – foco da política monetária atual – se deslocaram para 3,6%, depois de um longo período em 3,5%. Com um câmbio inicial mais depreciado e expectativas de inflação um pouco mais desancoradas, o Banco Central tende a continuar cauteloso na condução do ciclo de queda da Selic. A nosso ver, parece bastante razoável que o Copom também se mantenha cada vez mais *data-dependent*.

De todo modo, continuamos trabalhando com uma taxa Selic mais baixa no final deste ano frente as expectativas de mercado. Uma taxa básica de juros de 9,5% é factível à luz da convergência da inflação para a direção da meta nos próximos meses, ausência de novos choques de oferta e o início do afrouxamento monetário nos EUA. Se essas premissas se materializarem, avaliamos que haverá espaço para redução gradual da Selic ao longo deste ano.

O mercado de trabalho será um vetor relevante nesse contexto. Os dados mais recentes, relativos a março, mostraram que a taxa de desemprego continua recuando, o emprego formal

acelerou e a renda mantém-se em elevação. Esse quadro reforça a visão mais construtiva que temos para a atividade econômica neste primeiro semestre, comparando-se com o verificado no segundo semestre de 2023. Por outro lado, as pressões advindas do mercado de trabalho tendem a manter os desafios à desinflação de serviços no radar. Por mais que o Banco Central esteja apontando que ainda precisa avaliar melhor as relações entre o mercado de trabalho e a inflação, essa relação costuma ser na mesma direção.

Alocação

Em abril, os mercados financeiros globais passaram por ampla reprecificação devido à correção de expectativas para os juros nos EUA. Com a percepção de que a taxa de juros americana (FFR) permanecerá elevada por mais tempo, as curvas de juros ao redor do mundo se ajustaram, resultando em quedas nas bolsas e enfraquecimento das moedas em relação ao dólar americano. Nem mesmo o resiliente mercado acionário americano escapou dessa dinâmica. Destaque positivo para ativos alternativos, como o ouro, mas iremos discutir essa dinâmica na próxima seção dessa carta.

No cenário local, os mercados também foram afetados, com penalizações adicionais devido a fatores internos relacionados à política fiscal. A curva de juros ganhou inclinação, e as taxas reais ultrapassaram 6% ao ano nos vértices mais longos. Ao longo do mês, aumentamos nossa exposição nos vértices intermediários da curva nominal, enquanto mantivemos uma postura neutra em relação às taxas de juros reais. A inflação no Brasil está em trajetória de desaceleração, e esperamos que as taxas de juros reais respondam de forma menos intensa em comparação com as taxas nominais. Especialmente nos vértices mais longos, que estão correlacionados com a perspectiva de longo prazo da dinâmica fiscal esperada pelo mercado.

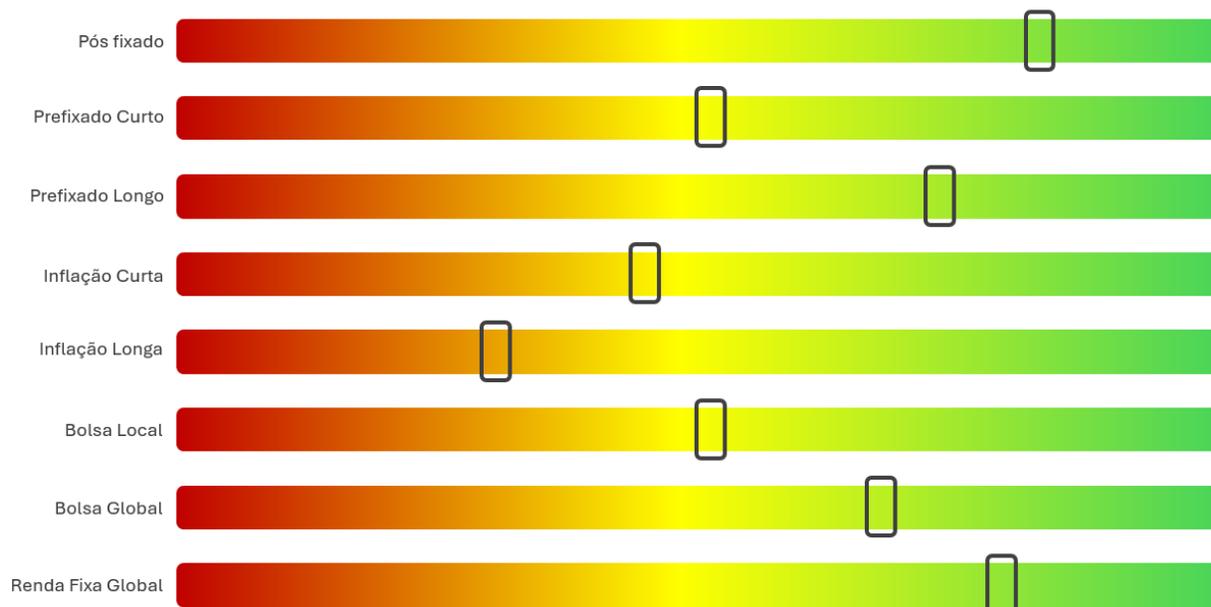
Em relação à renda fixa norte-americana, mantivemos nossa convicção, apesar do momento desafiador. O carregamento dos juros das treasuries nesses níveis é historicamente atrativo, mesmo que os prêmios sejam temporariamente pressionados por um *Fed* mais conservador.

Quanto à renda variável, nossa estratégia continua focada principalmente na bolsa dos Estados Unidos. Apesar da recente correção, as ações americanas ainda se destacam em termos de perspectivas de crescimento e tendência de um bull market consistente. As ações brasileiras, por sua vez, estão posicionadas de forma mais pró-cíclica, aguardando um momento mais saudável no ciclo econômico.

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.

Tabela 1 – Fatores de Risco



Tema de análise: Ascensão de investimentos alternativos em um ambiente inflacionário

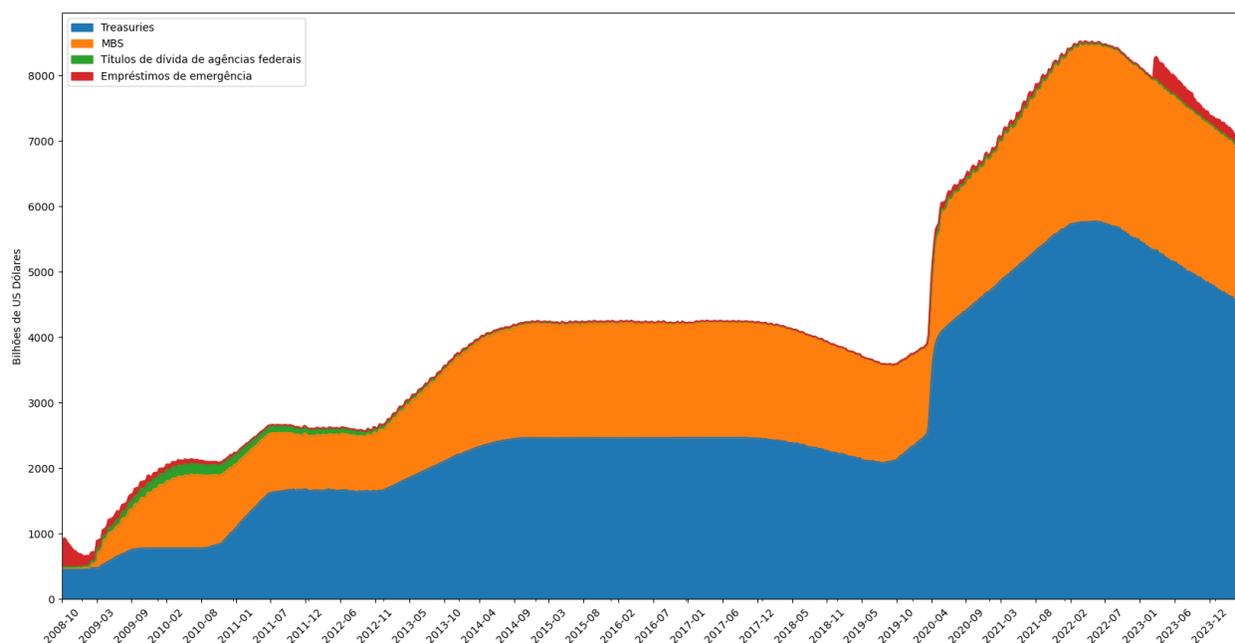
A economia é composta por uma sucessão de ciclos de mercado e o mundo hoje se encontra em um período de transição entre esses ciclos. Momentos de transição geralmente são marcados por muitos desafios para os investidores, levando a incertezas na leitura do cenário econômico e dificultando o entendimento de qual momento dos ciclos nos encontramos e quais classes de ativos tenderiam a apresentar melhores performances.

Até 2020, a economia global era dominada por taxas de juros estruturalmente baixas nos principais países desenvolvidos. Nos Estados Unidos, os juros permaneceram entre 0 e 0,25% na maior parte do tempo desde a crise do *subprime* em 2008 e o rendimento dos títulos do tesouro americano permaneceram estáveis devido à demanda constante por esses ativos, considerados como seguros por investidores e bancos centrais ao redor do mundo. No entanto, alguns fatores têm colocado em dúvida o título de “ativo livre de risco” que esses papéis carregaram por tanto tempo, e investimentos alternativos têm ganhado espaço nos portfólios.

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.

Gráfico 1 – Total de ativos títulos detidos pelo Fed e empréstimos de emergência



Fonte: Federal Reserve Economic Data, 2024

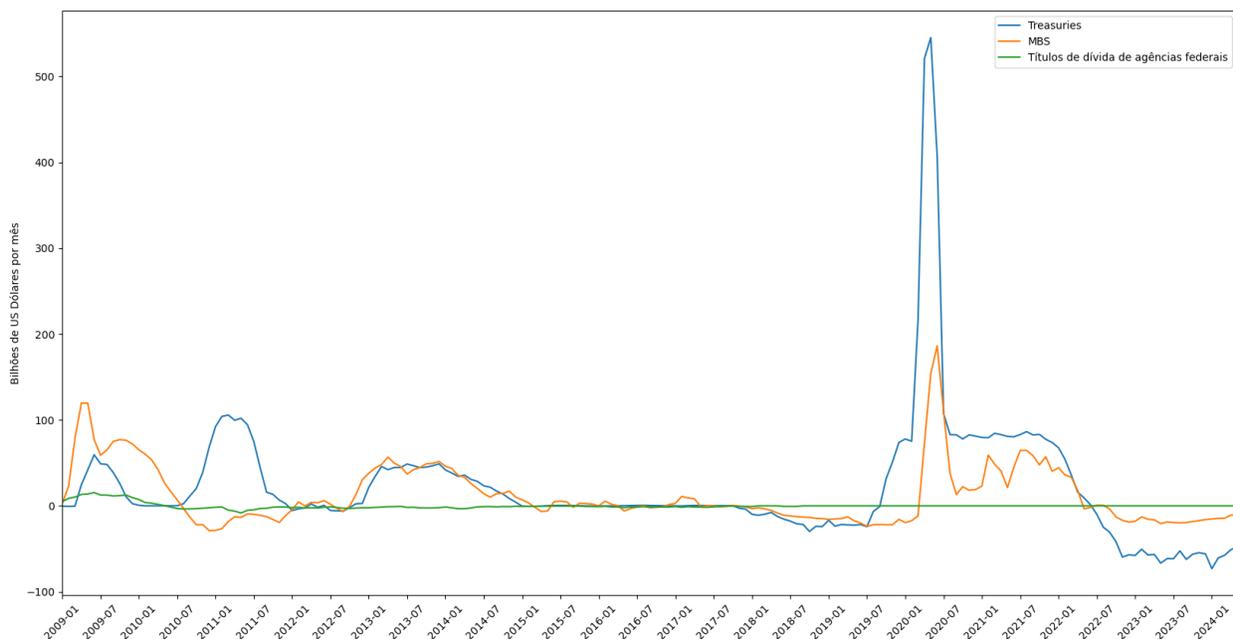
Um desses fatores é a política monetária agressiva adotada pelo *Federal Reserve* durante a crise da pandemia do COVID-19. O banco central americano aumentou significativamente sua exposição em *treasuries* como parte de um esforço em conter os impactos negativos na economia, adotando, portanto, uma política conhecida como *quantitative easing*, por meio da injeção de liquidez no mercado e manutenção das taxas de juros baixas. Como resultado, o tamanho de seu balanço patrimonial mais do que dobrou, de \$4 trilhões no período pré-pandemia para algo próximo de \$9 trilhões em 2022.

A partir de 2022, no entanto, os efeitos negativos dessa política expansionista começaram a se manifestar na inflação, tornando necessária a reversão da estratégia, através da redução de seu balanço. Além disso, a alta dos preços foi alimentada por fatores externos, como a eclosão da guerra entre Rússia e Ucrânia e a quarentena prolongada na China em meio a pandemia, que levaram a gargalos nas cadeias de suprimento, resultando em pressões inflacionárias nos custos de produção. Com isso, o banco central americano foi obrigado a realizar consecutivos aumentos nas taxas de juros, levando-as ao maior patamar em 20 anos.

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.

Gráfico 2 – Velocidade do Quantitative Easing e Tightening por mês (média móvel trimestral)



Fonte: Federal Reserve Economic Data, 2024

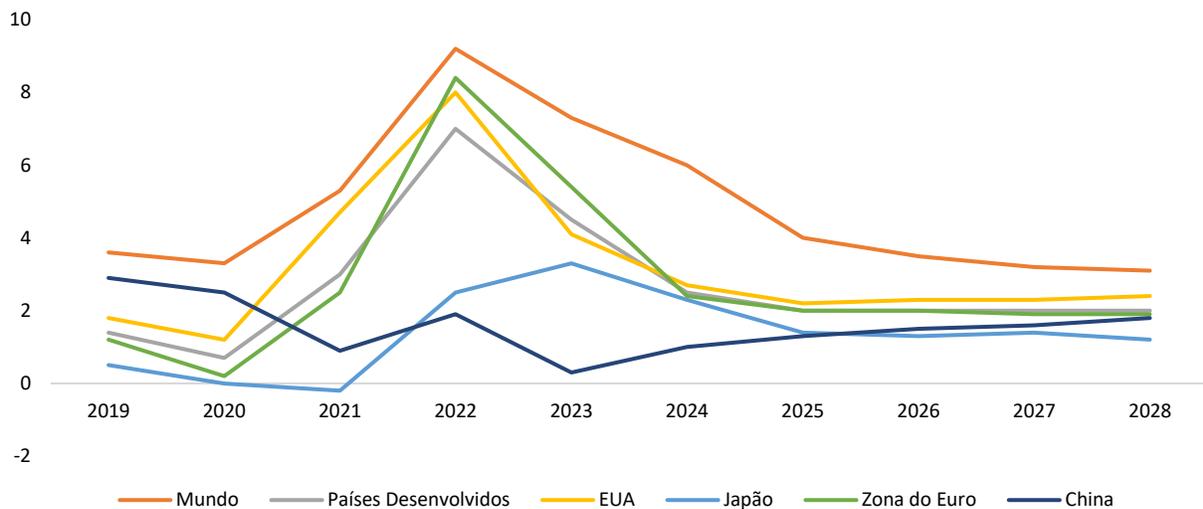
Um segundo fator que tem colocado pressão nas taxas de juros americanas têm sido a venda em massa dos títulos de dívida americana. Dois dos maiores detentores de *treasuries*, Japão e China, se tornaram grandes concorrentes do *Fed* no desafio de reduzir seu balanço. Os chineses vêm reduzindo suas posições desde 2018, após o início de uma guerra comercial com os EUA, intensificando as vendas com o agravamento do conflito envolvendo Taiwan. O Japão, por sua vez, seguiu o mesmo caminho após o fim de sua política de controle da curva de juros.

O desafio do *Federal Reserve* em controlar a inflação é, portanto, um dos principais fatores que têm moldado o cenário atualmente, juntamente com a possibilidade de uma taxa de juro global estruturalmente elevada. Apesar de um final de 2023 animador em termos de avanços na política monetária, o início de 2024 mostrou que o trabalho dos bancos centrais em conter o aumento generalizados dos preços está longe de terminar. Os dados de inflação e emprego divulgados no primeiro trimestre do ano mostraram um repique inflacionário e provocaram uma intensa abertura nas curvas de juros futuras ao redor do mundo.

Portanto, é difícil prever um cenário de curto prazo em que os preços retornem à tendência de baixa vivenciada antes da pandemia. Segundo consultoria especializada, apesar de

uma acomodação, espera-se que a inflação nos países desenvolvidos seja, em média, de 2,5% em 2024, bem acima dos 1,5% observados na década anterior. Essa inflação persistente tem adiado o início do corte das taxas de juros nestas economias, principalmente nos Estados Unidos, cuja probabilidade de algum corte esse ano tem diminuído e a discussão acerca de uma possível taxa de juros neutra acima da média histórica tem ganhado força, consequência de um longo período de fortes incentivos fiscais.

Gráfico 3 – Expectativa de inflação nas principais economias do mundo



Fonte: Economist Intelligence Unit, 2024 | Elaboração Brasilprev

O terceiro vetor relevante, e talvez o mais importante do ambiente econômico atual é a situação fiscal dos Estados Unidos. O período da pandemia foi marcado por aumentos substanciais na dívida americana e programas de estímulos fiscais, além da queda da receita de arrecadação devido ao aumento de desemprego. Ao longo dos últimos 100 anos, a dívida federal aumentou de \$403 bilhões em 1923 para \$33,17 trilhões em 2023. Ademais, a relação dívida/PIB do país, que mede a capacidade de honrar suas dívidas, superou 100% em 2013.

Outro dado importante é o volume do orçamento fiscal direcionado para pagamento da dívida. Em março de 2024, esse valor chegou a \$522 bilhões, correspondendo a 16% do orçamento de 2024 (*Historical Debt Outstanding*, 2024). Portanto, a dívida nacional tem crescido substancialmente nos últimos anos, mas os gastos com juros permaneceram estáveis por um longo período devido à baixa taxa de juros e à percepção dos investidores de que o governo

Carta do Gestor

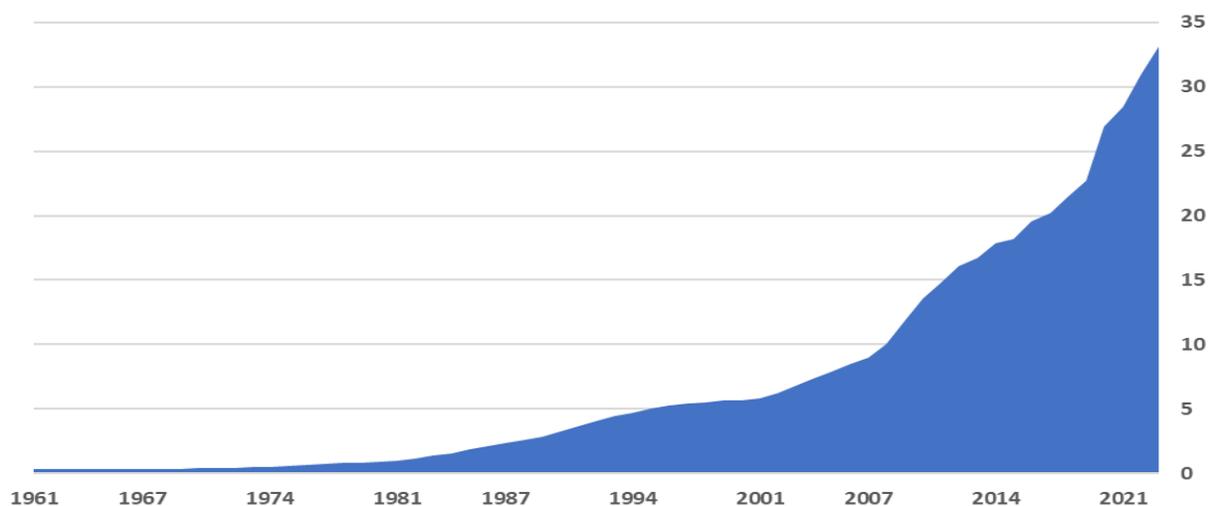
Esse material é de responsabilidade da Brasilprev Seguros e Previdência S.A. (CNPJ 27.665.207/0001-31) e tem caráter meramente informativo, não podendo ser distribuído, reproduzido ou copiado sem a expressa concordância da empresa. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade 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.

americano tinha um risco muito baixo de *default*. No entanto, a recente elevação dos juros, juntamente com a inflação persistente, tem impulsionado o crescimento dos gastos com juros.

O elevado custo de financiamento e a necessidade de reduzir as despesas do governo americano deveriam incentivar a queda dos juros, mas esses mesmos fatores têm tornado os investidores mais exigentes. Os últimos leilões da dívida americana apresentaram uma demanda abaixo da média, devido à percepção de maior risco embutido nos títulos de dívida americana, que até então eram considerados ativos livres de risco e a opção mais conservadora em relação aos demais investimentos globais.

O cenário delineado, portanto, aponta para importantes dificuldades na gestão da dívida pública norte-americana, com um banco central perdendo sua influência nessa situação. O Congresso Americano projeta que a dívida, que representava 97% do PIB ano passado, tende a alcançar 116% em 2024, esse nível superaria os patamares vivenciados durante a Segunda Guerra Mundial. Em um cenário alternativo, o problema da dívida poderia ser tão relevante que o trabalho do *Fed* se tornaria mais complexo, porque teria dificuldade em elevar os juros dados efeitos decrescentes sobre a estabilidade da economia. Além disso, preocupações com a sustentabilidade da dívida levariam a um estresse ainda maior nas taxas de juros ao redor do mundo e possivelmente a uma recessão.

Gráfico 4 – Evolução da dívida nacional americana nos últimos anos (em \$ trilhões)



Fonte: Historical Debt Outstanding, Fiscal Data, 2024

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.

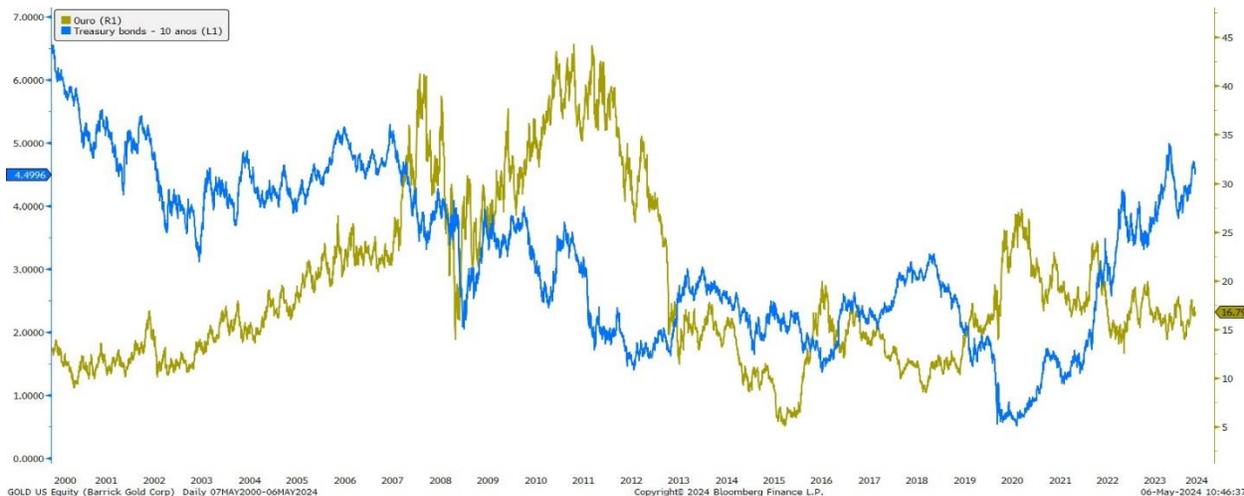
O quarto, e último vetor em nossa análise, são os conflitos geopolíticos. Exemplos incluem o confronto entre Irã e Israel, a invasão da Rússia na Ucrânia, que dura mais de dois anos, e a instabilidade das relações EUA-China. De acordo com o cenário traçado por especialistas, a fragmentação e o regionalismo devem aumentar entre 2024 e 2028, devido à maior difusão do poder global. Essa possível fragmentação tende a formar novas alianças e bloco competitivos, com cadeias de suprimentos ineficientes, o que agravaria o problema inflacionário já existente.

O aumento das pressões de preços advindos de tensões geopolíticas vem da interrupção na produção ou distribuição de alguns bens e serviços, levando a quebras na cadeia de suprimentos e consequente escassez de itens essenciais, como ocorreu com os preços de energia na eclosão do conflito entre Rússia e Ucrânia. Além disso, sanções econômicas e políticas de *nearshoring* adotadas pelos EUA em detrimento das exportações chinesas, geram uma ineficiência na cadeia produtiva, além de custos elevados iniciais para implementação dessas mudanças, gerando mais um vetor altistas nos preços.

Podemos inferir, portanto, que estamos em um contexto global bastante adverso do ponto de vista de alocação de capital. A queda na confiança dos investidores nos ativos até então considerados como portos seguros em momentos de incerteza, como as *treasuries* e o dólar, deixou poucas alternativas. Nesse ambiente, abre-se espaço para um possível ciclo positivo para ativos reais, ou seja, que possuem valor mensurável e ativos cuja oferta é limitada, como as commodities, metais preciosos e até criptomoedas, em detrimento das moedas fiduciárias.

Dados do Conselho Mundial do Ouro relevam um aumento substancial nas compras de ouro pelos principais bancos centrais. Apesar da histórica correlação negativa entre o metal precioso e as taxas de juros americanas, recentemente o ouro atingiu novos patamares recordes, mesmo com os juros americanos subindo para o maior nível em 10 anos. Observa-se, portanto, que recentemente essa correlação perdeu força e a política monetária tem tido um impacto secundário no ouro.

Gráfico 5 – Comparativo de rentabilidade do ouro e o T-bond de 10 anos entre 2000 e 2024



Fonte: Bloomberg | Elaboração Brasilprev

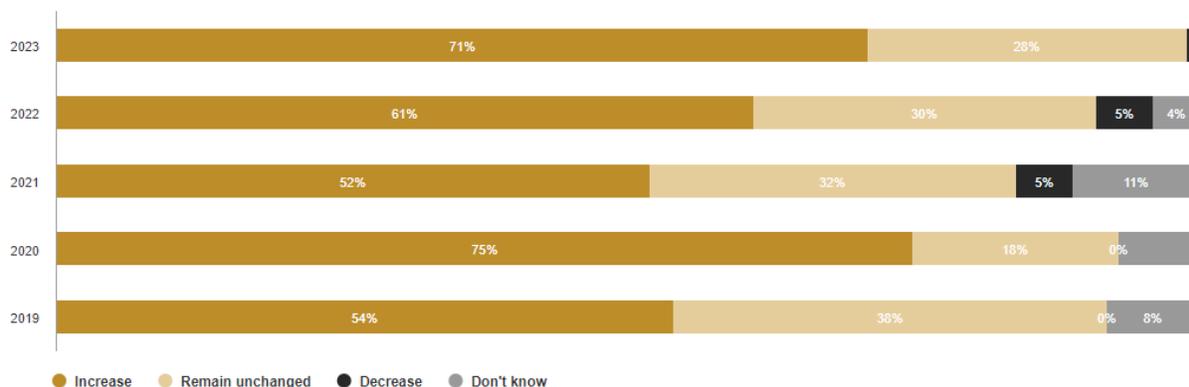
De acordo com a *China Gold Association*, o consumo de ouro pelo país asiático no primeiro trimestre de 2024 foi 5,94% superior ao mesmo período de 2023, atribuído à busca por investimentos seguros, visto que os chineses continuam a se desfazer de suas reservas em treasuries. O cenário parece promissor para o metal precioso; apesar de historicamente juros elevados competirem com esse ativo, os principais impulsionadores tem sido a possibilidade de um mundo mais inflacionário ameaçar o poder de compra de moedas fiduciárias, juntamente com uma dívida americana aceleradamente crescente, que pressiona o custo de financiamento do governo americano.

Além disso, é improvável que as taxas de juros americanas voltem a subir (dada a comunicação atual do próprio *Fed*), e se a inflação continuar persistente, veremos uma queda na taxa de juros real, criando um ambiente ainda mais favorável para os ativos tangíveis. Junto ao ouro, podemos listar algumas commodities que juntamente tendem a ser favorecidas pelo tema de transição energética. A prata e o cobre, por exemplo, são outros metais que tem ganhado protagonismo, também pelo vetor de limitação da oferta.

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.

Gráfico 6 – 7 em cada 10 bancos centrais acreditam que suas reservas de ouro irão aumentar nos próximos 12 meses.



Fonte: China Gold Association, 2024

Por fim, criptomoedas também têm ganhado espaço com a perda de confiança nas moedas fiduciárias. A elevada volatilidade desses ativos ainda é um grande empecilho para maior utilização como meio de troca, mas o surgimento de alternativas tem reduzido esse vetor de instabilidade, devido à exigência de lastro em ativos reais, além da oferta limitada destes que impede o movimento de desvalorização que acontece nas moedas tradicionais em momentos de emissão desenfreada de papel-moeda para financiamento da dívida pública. Portanto, o cenário atual se torna, aparentemente, bastante propício para a ascensão de moedas desvinculadas de uma autoridade central.

É difícil prever se estamos diante de um possível ciclo de ativos reais, mas o fato é que já vivenciamos cenários semelhantes na história, onde a alta dos preços não decorreu apenas do crescimento econômico, mas também de fatores monetários. Como exemplo, em 1970, as commodities apresentaram fortes ganhos frente ao dólar, que enfrentava uma intensa desvalorização devido ao aumento descontrolado dos gastos públicos dos EUA durante a guerra do Vietnã. O ouro, tal como, teve seu preço quadruplicado no período.

É provável que ativos tangíveis se destaquem ainda mais, fornecendo estabilidade em meio à volatilidade e incerteza dos ativos financeiros, especialmente em um contexto de possível pressão fiscal e deterioração de credibilidade das moedas fiduciárias. Os ciclos de alta desses ativos, como observado em períodos anteriores, costumam se estender por décadas, e a falta de preparação por parte dos investidores pode resultar em movimentos explosivos no mercado. Portanto, adaptar-se a essa dinâmica e diversificar estrategicamente os investimentos torna-se crucial para enfrentar os desafios econômicos atuais.

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.