

Carta do Gestor



Cenário Macroeconômico

Em setembro, o tão esperado início do afrouxamento da política monetária norte-americana foi materializado, conforme amplamente sinalizado anteriormente pelo Fed. Contudo, o movimento de queda do juro em 50 pontos-base, para o intervalo entre 4,75% e 5,00%, surpreendeu o mercado, que esperava um ajuste mais gradual, alinhado aos padrões históricos em tempos de relativa normalidade do ciclo econômico. A decisão não foi unânime, com 11 votos a favor e Michelle Bowman votando por uma queda de 25 pontos-base. Trata-se da primeira queda de juros nos EUA em quatro anos.

A despeito da surpresa com o ajuste inicial do afrouxamento, Jerome Powell, presidente do Fed, foi enfático ao impedir uma visão de que a economia está prestes a entrar em uma recessão, afirmando que a queda anunciada tem o objetivo de manter o mercado de trabalho robusto, em um ambiente de inflação convergindo para a meta. Assim, a redução de 50 pontos-base tende a contribuir para suavizar a trajetória de desaceleração, reforçando a premissa de soft landing com a qual temos trabalhado há vários meses. Na atualização do cenário, os membros do FOMC apontaram mais um ajuste de 50 pontos-base nas duas reuniões remanescentes de 2024, e um ajuste adicional de 100 pontos-base no próximo ano, com a taxa básica de juros caminhando para o nível neutro em 2026, revisado pelo Fed, de 2,8% para 2,9%

Nessa trajetória de desaceleração suavizada da atividade econômica nos EUA, não deveremos observar linearidade nos resultados dos vários indicadores. Os dados mais recentes do *payroll* e do ISM de Serviços, ambos relativos a setembro, ficaram muito acima do esperado. Ao mesmo tempo, reportes do setor manufatureiro têm apontado para resultados bem mais fracos. Essa alternância de resultados tende a se manter nos próximos meses, potencialmente gerando maior volatilidade nos mercados financeiros, principalmente no câmbio e no juro longo. Avaliamos que o Fed optará por ajustes mais graduais nas reuniões de novembro e dezembro, comparativamente ao realizado no mês passado. Ademais, incertezas relacionadas à política econômica no próximo mandato presidencial norte-americano deverão gerar maior cautela por parte do banco central local.

Na China, os PMIs de setembro trouxeram resultados mistos. Enquanto o indicador manufatureiro oficial oscilou de 49,1 para 49,8, ainda abaixo do nível neutro (50 pontos), o dado Caixin desapontou, passando de 50,4 para 49,3. Em ambos os casos, o componente de pedidos para exportações apresentou queda, reforçando a percepção de desaceleração global. Já o indicador de serviços mantém-se em torno do patamar neutro nos dois reportes. Diante dos

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.

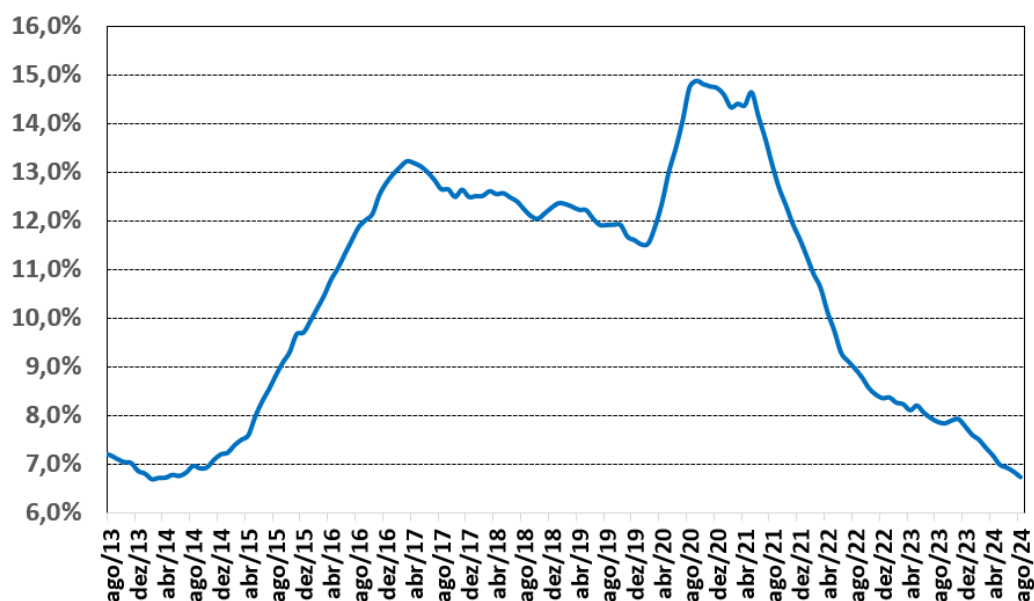
riscos ao crescimento, o governo local anunciou vários estímulos ao crescimento, incluindo suporte aos mercados imobiliário e de capitais, além de impulsos para o crédito. Tal pacote de estímulos deverá gerar impactos principalmente em 2025, o que contribuiu para aumentar as cotações do minério de ferro, que oscilar de US\$ 91/tonelada para US\$ 109/tonelada. Contudo, a tendência de desaceleração econômica estrutural, ainda que suavizada, não deve ser revertida.

Nos demais países desenvolvidos, à exceção do Japão, prevalece a tendência de afrouxamento monetário gradual e sujeito aos dados. Fatores climáticos e geopolíticos continuam gerando incertezas relevantes. Diante da escalada de tensões no Oriente Médio, as cotações do petróleo têm apresentado alta moderada, favorecida pelo noticiário de que (i) a Arábia Saudita está preparada para abandonar a sua meta não-oficial de preço, de US\$ 100/barril, aceitando um cenário de preços mais baixos para a commodity e (ii) a Líbia está retomando a sua produção doméstica de óleo, após um longo período de crise política local. De todo modo, os fundamentos de oferta e demanda estão apertados, reduzindo as chances de uma queda muito pronunciada nos preços, em um contexto no qual não ocorrerá desaceleração abrupta da economia global.

No Brasil, os dados mais recentes de inflação têm apontado um quadro benigno. O IPCA-15 de setembro oscilou 0,13%, bem abaixo do esperado. Os resultados de outubro, por sua vez, deverão ser mais elevados, refletindo as pressões de preços de energia elétrica (por conta da mudança de bandeira tarifária) e de alimentos (diante de adversidades climáticas). Os preços de serviços, por sua vez, continuam sendo influenciados pelo mercado de trabalho aquecido, que, apesar dos sinais de desaceleração da atividade econômica neste segundo semestre, continua surpreendendo positivamente, com o menor patamar de desemprego dos últimos 10 anos. A taxa de desocupação alcançada em agosto, segundo a PNAD, é 6,7% em termos dessazonalizados. Trata-se do mesmo patamar observado em abril de 2014. Em que pese as incertezas sobre o nível neutro do indicador, é inegável que se trata de um patamar com potenciais inflacionários relevantes.

Há mudanças estruturais pós-pandemia no mercado de trabalho que ainda não estão totalmente mapeadas. Essa discussão passa pelo tema dos ganhos de produtividade. De todo modo, a manutenção de preços de serviços intensivos em mão de obra em patamares superiores aos compatíveis com a meta de inflação gera riscos para a condução da política monetária local.

Gráfico 1: Taxa de desocupação no Brasil, dados dessazonalizados, %



Fonte: IBGE

Em linha com o esperado, o Banco Central do Brasil elevou a taxa Selic em 25 pontos-base, para 10,75%, sinalizando que está iniciando um ciclo de elevação dos juros. Na sua comunicação oficial, o hiato de produto ganhou bastante destaque. Nas estimativas do BC, o hiato alcançou 0,5% no segundo trimestre (estava neutro no Relatório Trimestral de Inflação de junho, o RTI) e deverá atingir 0,3% no último trimestre do ano (ante a estimativa anterior de -0,4%). Assim, o PIB deste ano foi revisado de 2,3% para 3,2%, nível até mesmo maior do que nós e boa parte do mercado têm, de 3,0%. Para 2025, espera-se desaceleração, para 2,0%, projeção compatível com a do mercado. Essa perda de dinamismo é explicada pelas premissas, apontadas pelo BC, de expansão mais moderada de benefícios sociais e gastos governamentais, condições monetárias mais restritivas e ausência de impulso externo. Além de tais fatores, temos visto com maior preocupação os riscos derivados de oferta mais cara de energia elétrica sobre a atividade industrial nos próximos meses.

Se por um lado, o discurso mais duro do BC tem contribuído para impedir a deterioração adicional das expectativas de inflação no Focus, por outro, os patamares previstos de IPCA para o médio prazo, por parte dos agentes econômicos, mantêm-se elevados. O Copom continua enfatizando, em sua comunicação, que a manutenção da desancoragem por período mais prolongado gera consequências sobre a credibilidade do sistema de metas de inflação, tendendo a tornar as expectativas mais sensíveis a choques na economia. A nosso ver, fatores como as

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.

incertezas fiscais para 2025 – a despeito da elevação da probabilidade de cumprimento do piso da meta fiscal para este ano – e o nível aquecido de atividade econômica ainda tendem a impactar o nível do Focus.

A nosso ver, são grandes as chances de elevação do ritmo de aumento da Selic em novembro, para 50 pontos-base. Agora, trabalhamos com taxa básica de 11,75% em dezembro deste ano, 12% em janeiro de 2025 e manutenção nesse patamar até o terceiro trimestre. A partir de então, julgamos que quedas mais fortes poderão ocorrer, até mesmo pelos impactos de um juro real bastante elevado, em torno de 8,0% nesse período, além do espaço que será aberto pelo afrouxamento monetário no resto do mundo. Julgamos que, quando o Copom se sentir confortável para começar a reduzir a Selic, o fará em ritmo mais forte do que o previsto pelo mercado. Assim, trabalhamos com juro de 10,5% ao final de 2025, ou seja, enxergamos que exista prêmio na curva de juros, tal qual precificada atualmente.

Alocação

O ambiente dos mercados financeiros locais em setembro foi o que investidores profissionais tipicamente chamam de “desafiador”. Apesar do bom contexto global para investimentos, com performances positivas nos mercados de juros e bolsas globalmente, observamos uma piora nos ativos de risco local. Isso é fruto de uma combinação de preocupações com o risco país e o ajuste de direcionamento de política monetária do Banco Central do Brasil, que se redireciona para um ciclo de alta da taxa SELIC.

Na parcela de renda fixa, revisamos nossas posições em juros nominais mais curtos, visando alinhamento com o novo cenário esperado para a taxa de juros local nos próximos meses. Ainda enxergamos prêmio em vértices mais intermediários e optamos por focar uma parcela menor do orçamento de risco nesse posicionamento. A ideia de que não serão feitos ajustes na taxa SELIC nos próximos anos é o centro dessa tese. Quanto aos juros reais, seguimos com a tese de uma exposição relativa mais baixa, especialmente para vencimentos mais curtos, devido à falta de atratividade do carregamento da inflação corrente e aos níveis precificados de inflação implícita.

Em relação aos ativos internacionais, o mercado já começou alguma correção de rota quanto ao tamanho e tempo do ciclo de cortes iniciado pelo FED, através de inclinação da curva de juros. Seguimos com a nossa exposição mais elevada, uma vez que a maior parte dessa

Carta do Gestor

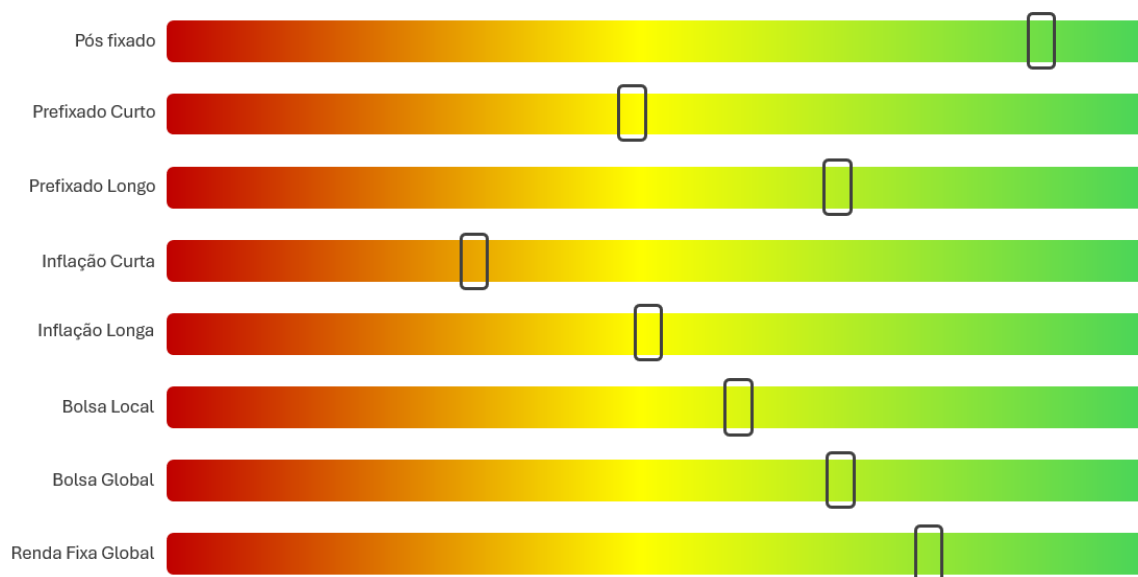
Esse material é de responsabilidade da Brasilprev Seguros e Previdência S.A. (CNPJ 27.665.207/0001-31) e tem caráter meramente informativo, não podendo ser distribuído, reproduzido ou copiado sem a expressa concordância da empresa. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade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

alocação é feita através de *treasuries* mais curtas e, principalmente, *corporate bonds*. Enquanto o mercado negociar a tese de uma desaceleração suave, ou até mesmo o chamado *no landing*, essa seguirá sendo uma boa alocação em termos de risco/retorno. Não alteramos nosso posicionamento relativo recente para a alocação em ações globais. Fato é que, com um ambiente local incerto e volátil paralelo a um ambiente financeiro global mais saudável, deveremos continuar dando maior preferência ao risco no exterior, respeitados os limites impostos pela regulação e pelas características de cada produto.

Na bolsa local, observamos uma importante correção nos níveis recordes recentemente alcançados. Observamos que o nível do mercado local está cada vez mais dependente dos movimentos de fluxos estrangeiros, com alguns setores se beneficiando de políticas macroeconômicas de viés expansionistas, como setores ligados a *commodities* metálicas e energéticas. Dessa forma, mantivemos uma alocação menor em bolsa local, com foco em setores mais defensivos e potencialmente menos sensíveis ao ciclo de alta de juros.

O resumo é que, para o momento atual, temos trabalhado nossas alocações em sentido mais defensivo, buscando aproveitar a capacidade de diversificação global onde é possível. A régua do CDI está voltando a subir, o que impõe um benchmark implícito aos ativos de risco crescente e de complexo atingimento, ao menos no curto prazo.

Tabela 1: Posicionamento por fatores de risco para o outubro/2024



Tema de análise: A transição turbulenta da economia Chinesa

A economia chinesa está passando por uma transição significativa, direcionada pelo estado que visa consolidar o país como uma potência de alta tecnologia. O governo tem priorizado investimentos em setores considerados estratégicos para a inovação, como energia solar e veículos elétricos.

No entanto, há um choque de realidade quando analisamos a ruptura de um modelo econômico baseado em infraestrutura e construção civil e no fomento do consumo e endividamento. A ausência do direcionamento estatal nos motores tradicionais da economia chinesa tem resultado em uma forte desaceleração econômica, realizada e ainda mais esperada. A crise imobiliária em curso, que afeta o setor responsável por cerca de 25% do PIB chinês, juntamente com o aumento da taxa de poupança das famílias, coloca em risco o atingimento das metas de crescimento econômico.

Diante desse cenário, o *Politburo* anunciou recentemente um pacote expressivo de estímulos econômicos. O objetivo do estímulo é aumentar a liquidez, estimular os gastos com consumo e, principalmente, revitalizar o setor imobiliário. Embora tenha aliviado as preocupações dos investidores sobre a disposição do governo de tomar medidas ousadas, este é apenas o primeiro passo para endereçar a questão do crescimento da economia chinesa.

O pacote de estímulo atual consiste em três componentes principais. Primeiro, aumentar a liquidez reduzindo as taxas de juros básicas, as taxas de hipoteca e a taxa de reserva exigida dos bancos comerciais. Segundo, busca reavivar o setor imobiliário reduzindo o pagamento inicial mínimo para novas compras de imóveis, complementado por medidas adicionais de governos locais para aumentar a demanda por imóveis. Terceiro, novas medidas fiscais, que ainda carecem de maior detalhamento, e que provavelmente incluirão transferências de dinheiro para domicílios de baixa renda e famílias com crianças. As reações dos agentes de mercado indicam que o pacote de estímulo aliviou as preocupações quanto à disposição e capacidade do governo de tomar medidas ousadas para estimular o crescimento econômico. No entanto, as medidas atuais ainda parecem insuficientes para reorientar a dinâmica de curto prazo para um ambiente mais confortável. São medidas consideradas mais paliativas/reativas do que estruturais/proativas.

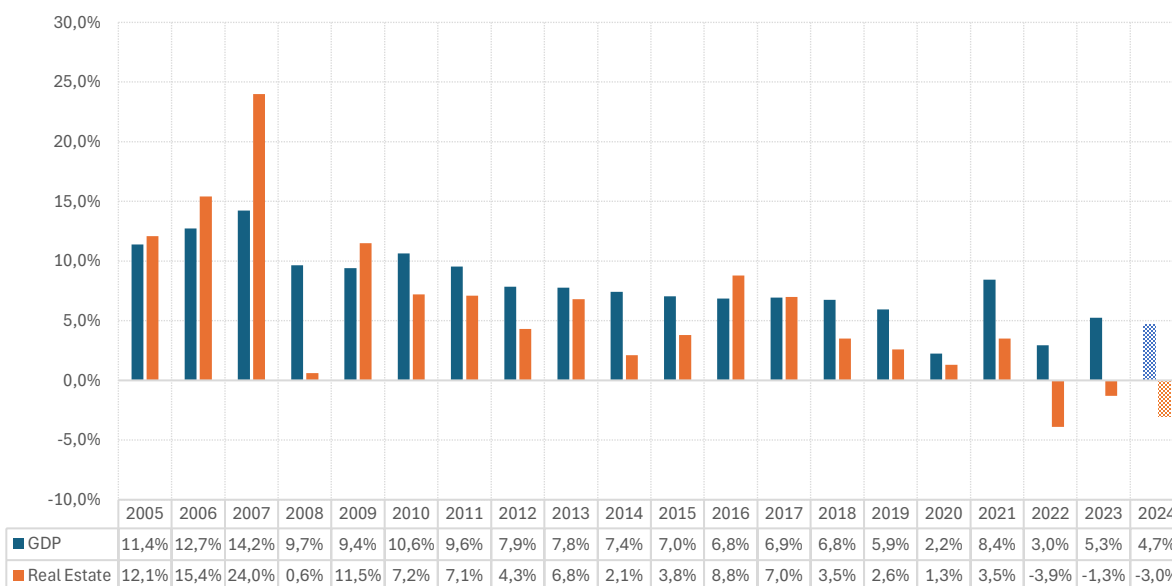
Os chineses buscam, na prática, interromper uma espiral econômica perigosa, caracterizada por deflação, desaceleração e crise de balanços corporativos combinadas ao elevado endividamento. O ponto central dessa crise está na dinâmica de preços do setor

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.

imobiliário. O impressionante ciclo de crescimento experimentado pela China nos últimos 20 anos teve como núcleo dinâmico o setor imobiliário, que se beneficiou de um expressivo ciclo de alavancagem interna. Assim, os ativos imobiliários são a contrapartida de passivos financeiros de longo prazo no orçamento das famílias. Por esse motivo, o preço dos imóveis afeta a percepção relativa de riqueza dos indivíduos, sendo determinante para a confiança e os padrões de consumo. Uma crise imobiliária funciona como um elemento de reforço exponencial sobre a espiral recessiva.

Gráfico 2: China - Taxa de crescimento real ao ano



Fonte: EIU

E é aqui reside o grande desafio para os formuladores de política econômica: conter a desaceleração econômica e a crise de confiança, aumentar a percepção de riqueza nos balanços de empresas e famílias, sem comprometer a política de longo prazo de reorientação da matriz econômica. Até o momento, as autoridades chinesas tiveram algum sucesso, com os pacotes de estímulo impactando fortemente o mercado acionário local, que tem maior peso na poupança dos mais jovens. Entretanto, os próximos passos serão determinantes.

O desafio é complexo: combinar a reversão dos efeitos de uma crise imobiliária sem precedentes, moderar a desaceleração econômica e, ao mesmo tempo, acelerar a dinâmica em setores mais estratégicos, ligados à fronteira tecnológica e econômica das próximas décadas.

Tudo isso em um ambiente financeiro de alta desconfiança pelos grandes investidores globais quanto à segurança e governança de investimentos em mercados chineses. Este é um cenário complexo, com fortes implicações para a economia global, em especial para o caso das grandes economias emergentes.

Ainda diante deste cenário coloca-se a prova o grande desafio de qualquer economia, a mudança estrutural de matriz econômica, seus desdobramentos e o tempo cultural que leva a absorção destas transformações, sem poder contar com reversões no meio do caminho. Há diversas literaturas econômicas que tratam do assunto de mudança de matriz econômica, mas confesso que não há conclusão prática de como se dá este processo e a aceitação cultural disso, dado que é inerente a cada população e suas premissas.

Fato é que o desafio é histórico e tal qual a questão do “no landing” americano, estamos diante de duas potências econômicas enfrentando momentos distintos, porém bastante iguais na magnitude e na incerteza. Os Estados Unidos em uma política fiscal ultra expansionista sem saber ao certo o impacto econômico e sobretudo inflacionário desse movimento, enquanto a China se depara com o cenário aqui descrito. Se vemos hoje os Bancos Centrais ao redor do mundo cada vez mais em suas comunicações falarem sobre incertezas, devemos ver isto aumentar em proporções ainda maiores, pois a incerteza de duas potências tem efeitos mais que proporcionais sobre o estado do sistema econômico global.

Mais do que nunca, as mudanças que os dados apresentarão no curto prazo serão de alta frequência, potencializando leituras para os dois lados, crescimento econômico robusto e desaceleração econômica drástica. A grande mudança de cenário para o caso chinês é que agora voltamos a esperar uma postura mais responsiva das autoridades econômicas. Existe uma expressão muito popular nos mercados financeiros para descrever a responsividade da autoridade monetária americana para essas guinadas de ciclo econômico, a *Fed Put*. O que surge agora, analogamente, é a ideia de uma *China Put*, com o governo chinês respondendo mais agressivamente sempre que os dados dessem base para estimativas de desaceleração econômica acentuada.

A soma desses contextos é um cenário mais incerto e crescentemente mais complexo, levando a baixos níveis de convicções de posicionamentos em mercados de risco. Se por um lado os ciclos de crescimento parecem esgarçados, por outro, vemos *policymakers* ativamente engajados em combater as tendências cíclicas (no caso americano) e estruturais (no caso chinês) de correção econômica. Qual força prevalecerá em cada caso, e quais as consequências dessa combinação é algo que só o tempo dirá, e nesse interim, a prudência em portfólios de longo prazo é, provavelmente, a melhor estratégia.