
BRASILPREV

Uma empresa BB Seguros

Carta do Gestor



Outubro 2024

Cenário Macroeconômico

A curva de juros nos EUA abriu de forma expressiva entre setembro e outubro, afetando os preços de ativos em todo o mundo. Esse movimento pode ser explicado em meio a elevação de incertezas sobre a política econômica norte-americana em 2025, à luz dos desdobramentos eleitorais locais, em um contexto de dados mais fortes de atividade econômica. Os dados muito fracos do *payroll* de outubro, de modo particular, não tendem a alterar a visão geral sobre o cenário na maior economia mundial, uma vez que foram impactados por eventos climáticos severos e greves em setores relevantes.

A decisão de juros do Fed, no início deste mês, veio bem alinhada com o esperado. Contudo, por mais que Jerome Powell, presidente da instituição, tenha explicitado que não fará hipóteses sobre os impactos econômicos do resultado das eleições norte-americanas, os riscos de adoção de medidas protecionistas e de restrições maiores para imigrantes impõem um viés inflacionário para 2025, com possíveis impactos sobre a trajetória de juros. Continuamos trabalhando com uma queda de 25 bps em dezembro, para o patamar de 4,5% (limite superior da *Fed Funds Rate*) e com um cenário de quatro quedas similares de forma escalonada no próximo ano, com o juro atingindo 3,5% em dezembro/25.

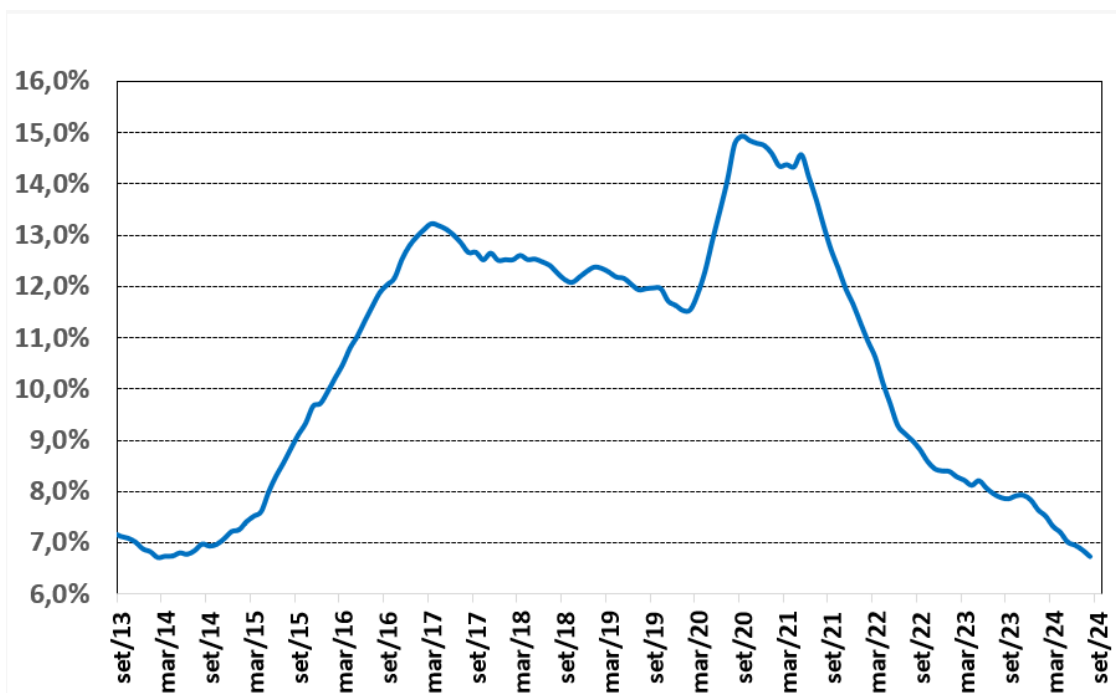
É digno de nota que o *Fed*, assim como a grande maioria dos bancos centrais, não tem se comprometido com uma trajetória específica ou um *forward guidance*, sequer para a reunião subsequente, diante do elevado nível de incerteza presente. Temas climáticos e geopolíticos se somam à falta de clareza sobre políticas fiscais e comerciais nos próximos trimestres. Adicionalmente, a China continua como ponto de atenção no cenário macroeconômico global. Os dados melhores de atividade econômica em outubro, apurados pelos PMIs, e os pacotes de estímulos adotados pelo governo local, geraram um maior otimismo dos mercados, mas não o suficiente para alterar a visão de desaceleração suavizada da segunda maior economia global.

Nos encontros mais recentes do FMI, continua prevalecendo o alerta diante de riscos elevados para a economia global. A desinflação em curso na maior parte dos países não tem sido verificada de forma generalizada, com o setor de serviços ainda pressionado diante de mercados de trabalho aquecidos. De todo modo, a instituição continua descartando um cenário de pouso forçado, com o crescimento mundial passando de 3,3% em 2023 para 3,2% em 2024 e 2025. Os riscos são, em sua grande maioria, baixistas, diante da possibilidade de reprecificação da política monetária global, dos desafios do setor imobiliário chinês e do potencial protecionismo que se desenha.

Nas últimas semanas, a forte abertura de juros longos nos EUA e o fortalecimento do dólar geraram impactos relevantes sobre países emergentes, principalmente os percebidos como de maior vulnerabilidade macroeconômica. Nesse sentido, a redução de desequilíbrios macroeconômicos torna-se premente, ainda mais quando se vislumbra um quadro de maior restrição ao comércio global nos próximos anos, em contexto de protecionismo mais exacerbado.

No Brasil, continuamos com um mercado de trabalho aquecido, que tem surpreendido positivamente há bastante tempo. É bem verdade que há indícios de mudanças estruturais nas relações de trabalho desde a pandemia, mas a contínua queda da taxa de desocupação, a robustez na geração de emprego formal e os ganhos de renda tendem a pressionar a demanda, o que tem sido reforçado pela política fiscal, com impactos altistas sobre a inflação.

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



Fonte: IBGE (Elaboração Brasilprev)

A manutenção de expectativas inflacionárias em patamares incompatíveis com a meta de 3,0% continua gerando desafios para a condução da política monetária, em um contexto de incertezas fiscais e pressões cambiais. Não esperamos um cenário de retrocessos na política econômica doméstica, ao mesmo tempo em que reconhecemos que as discussões sobre ajustes estruturais na política fiscal são bem-vindas para reduzir os desequilíbrios macroeconômicos historicamente elevados no Brasil.

Em sua última decisão de juros, o Comitê de Política Monetária apontou projeções ainda mais distantes da meta de inflação ao longo de todo o horizonte relevante, que vai até o segundo trimestre de 2026 (cenário móvel, sempre olhando seis trimestres à frente). Nesse sentido, não podemos descartar que o Banco Central aumente ainda mais os juros, além da nossa expectativa atual de 12% em janeiro/25 e/ou mantenha a taxa em patamar elevado por mais tempo do que avaliamos (projetamos quedas a partir de setembro/25, encerrando dezembro/25 em 10,5%). Tudo está em aberto, como colocado pelo próprio colegiado, diante de incertezas globais e domésticas.

Não avaliamos que a inflação corrente esteja descontrolada, mas reconhecemos que os riscos de encerrarmos 2024 acima do teto da meta (4,5%) têm aumentado de forma significativa. Os preços de serviços continuam pressionados em patamares elevados, ao mesmo tempo em que a taxa de câmbio – influenciada por fatores externos e locais – não tem cedido para patamares mais baixos, que julgamos serem mais compatíveis com os fundamentos (que seria em torno de R\$ 5,45/US\$1). Avaliamos que as incertezas se mantêm bastante elevadas neste momento, o que aumenta a necessidade de avançarmos em medidas que aumentem a credibilidade da política econômica como um todo, de forma tempestiva, para abrirmos espaço para uma queda relevante de juros reais à frente.

Alocação

Com a elevada incerteza presente no cenário global, continuamos por priorizar nossas alocações de renda fixa em ativos pós-fixados, principalmente por estarmos em um ciclo de alta de juros, o que eleva nosso custo de oportunidade na escolha por outros títulos. As mudanças ocorridas no portfólio ao longo do mês foram marginais no sentido de elevação da exposição em CDI, em detrimento das posições prefixadas e indexadas à inflação, dado que a falta de visibilidade e a elevada reatividade do mercado nos impõe uma aversão ao risco nesse momento.

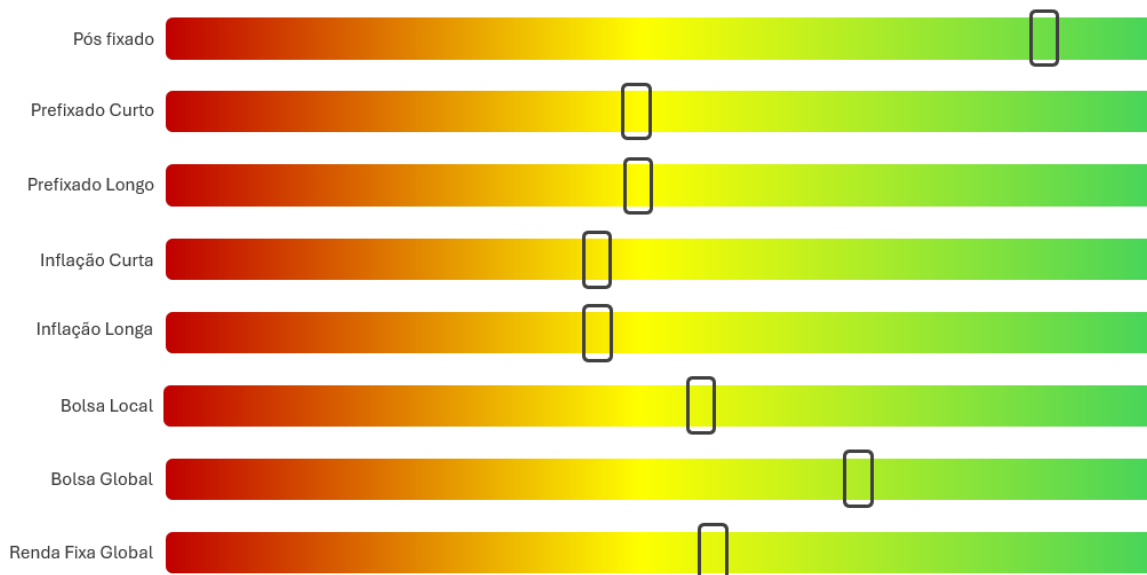
A despeito da diminuição de volatilidade nas carteiras nos últimos meses, que foi importante para evitar solavancos, enxergamos que a curva de juros embute muito pessimismo, que hoje precifica uma Selic terminal próxima a 14% e taxas de juro real nos títulos indexados se aproximando dos 7%. Portanto, à medida em que tivermos um alívio das incertezas atuais, entendemos que o posicionamento hoje dos portfólios está bem equilibrado para aproveitar o movimento que poderia levar a um fechamento considerável das taxas de juros. Ainda assim, procuramos nos resguardar da continuidade da abertura de curva com reduções de risco e montagem de hedges das últimas semanas.

Os títulos de dívida internacionais penalizaram os fundos ao longo do mês, devido à forte abertura da curva de juros americana. No início do mês reduzimos nosso

posicionamento, com a perspectiva de que no curto prazo os agentes de mercado continuariam muito reativos aos dados, tendo em vista uma possível piora no cenário fiscal dos EUA. Ainda no cenário global, seguimos preferindo a bolsa americana em detrimento da bolsa local. Além da resiliência da atividade econômica dos EUA, novembro é um mês sazonalmente bom para os índices acionários americanos, somado à vitória republicana que pode influenciar positivamente.

O cenário micro da bolsa local aparenta ser positivo, com as empresas apresentando balanços saudáveis e com elevada capacidade de geração de receitas, mas o nível de pessimismo no cenário macro tem imperado, fazendo com que continuemos a observar preços bastante descontados. O posicionamento dos investidores locais e internacionais em ações brasileiras está em patamar historicamente baixo, o que pode ser um gatilho positivo em meio a algum sinal de melhora no cenário macroeconômico, portanto, temos como estratégia a adoção de posicionamentos táticos a fim de capturar possíveis reversões de curto prazo, mas com uma visão estrutural ainda conservadora.

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

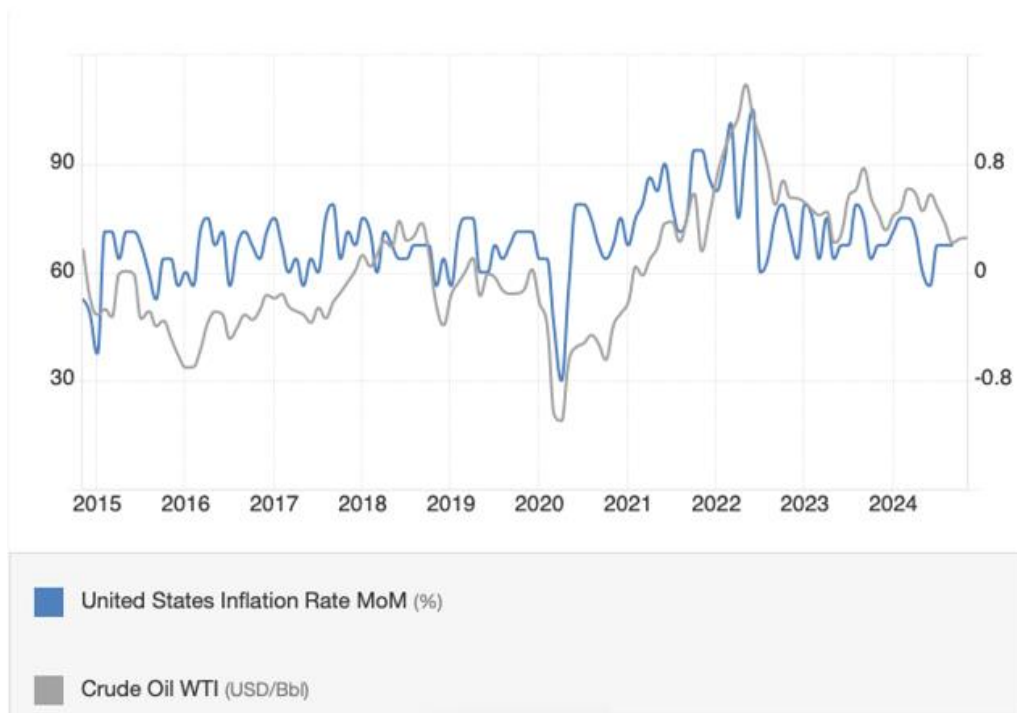


Tema de análise: Descolamento entre os preços do petróleo e taxas das *treasuries* americanas

Ao longo dos últimos anos, a correlação entre a cotação do barril de petróleo e as taxas de juros dos títulos de dívida americanos foi bastante significativa. Desde o pico dos preços do petróleo no início da guerra entre Rússia e Ucrânia, em 2022, a cotação da *commodity* tem seguido uma trajetória descendente. Concomitantemente, observamos uma desaceleração na inflação global. É possível notar que o auge da inflação nos preços ao consumidor nos Estados Unidos em 2022 coincidiu com preços recordes do petróleo, que atingiram os maiores níveis em 10 anos.

Essa relação existe porque o preço do petróleo tem uma forte influência na composição dos índices de inflação. O petróleo é uma matéria-prima essencial para a produção de muitos bens, especialmente combustíveis, além de impactar diretamente os custos logísticos desses produtos. À medida que seu preço sobe, o custo de produção de diversos itens aumenta, e esses custos acabam sendo repassados ao consumidor final, o que gera uma alta generalizada de preços.

Gráfico 2: Comparação entre os preços do petróleo WTI e o CPI dos EUA



Fonte: Trading Economics (Elaboração Brasilprev)

A escalada dos preços do petróleo durante o conflito na Ucrânia foi exacerbada por uma série de sanções impostas à Rússia, um dos maiores exportadores de energia

do mundo, em um contexto em que o ritmo da oferta global já estava abaixo da demanda gerada pela recuperação econômica após a flexibilização das restrições da COVID-19. Os Estados Unidos, por exemplo, impuseram um embargo às exportações russas, o que levou os preços do barril a ultrapassarem os US\$ 120.

A alta nos preços do petróleo pressionou toda a cadeia produtiva, uma vez que aumentou os custos de transformação do petróleo em derivados e afetou a logística de transporte. O gás natural também sofreu uma pressão altista significativa após a Rússia reduzir o fornecimento de gás para a Europa. Como resultado, os preços de energia dispararam ao longo de 2022, impulsionando a inflação global, que alcançou os níveis mais altos em décadas. Nos Estados Unidos, a inflação anual superou 8%, e na Europa, chegou a 10%.

Em resposta a essa inflação, os bancos centrais ao redor do mundo adotaram uma política sincronizada de elevação das taxas de juros. Simultaneamente, houve um aumento na produção de petróleo nos Estados Unidos e pela OPEP+, na tentativa de conter a disparada dos preços. Ao final de 2022, a inflação começou a cair, e a expectativa de desaceleração das principais economias do mundo levou a uma redução nas projeções de demanda por petróleo, pressionando os preços para baixo.

Mais recentemente, em 2023, eclodiu um novo conflito no Oriente Médio, uma região crucial para o mercado global de petróleo. Normalmente, crises nessa região aumentam a percepção de risco sobre a oferta de petróleo, mas desta vez os impactos foram limitados. O conflito, que envolveu principalmente Israel e a Faixa de Gaza, não afetou de forma significativa o suprimento global de petróleo. Quando o Irã se envolveu, houve uma subida pontual nos preços, devido à preocupação com a possibilidade de interrupções no transporte marítimo pelo Estreito de Ormuz.

No entanto, o impacto do envolvimento iraniano no mercado de petróleo foi contido, devido a não escalada do conflito e ao elevado estoque dos Estados Unidos, junto ao aumento da produção por parte da OPEP+. A oferta, portanto, está elevada e a demanda não tem avançado na mesma velocidade. A China, por exemplo, que é a maior importadora de petróleo, tem mostrado sinais de desaceleração econômica, o que diminui as projeções de demanda por energia no país.

Após crescer a uma taxa média de 6% nos últimos 10 anos, as perspectivas de crescimento da China para os próximos anos giram em torno de 4%, segundo a maioria dos analistas. Apesar dos recentes anúncios de estímulos por parte do governo chinês, os impactos sobre a demanda por petróleo ainda são incertos e parecem limitados. Além disso, o país tem realizado investimentos consideráveis na eletrificação de seus veículos, o que reduz ainda mais a demanda por combustíveis fósseis.

Com a desaceleração no consumo chinês, o esfriamento dos conflitos geopolíticos e a oferta elevada, as previsões de longo prazo do crescimento da demanda global por petróleo foram revisadas para baixo, o que resultou em um mercado menos vulnerável a choques de oferta nos próximos anos. Com os preços do petróleo em queda e uma

menor pressão sobre os índices de inflação, seria esperado que a correlação com os juros americanos permanecesse positiva. Contudo, dados econômicos mais fortes e a proximidade das eleições presidenciais nos EUA trouxeram pressão sobre os juros futuros, fazendo com que as taxas de juros se descolassem dos preços do petróleo.

Gráfico 3: Evolução dos preços do petróleo e taxas da Treasury de 2 anos



Fonte: Trading Economics (Elaboração Brasilprev)

As discussões sobre a atividade econômica global acrescentam uma camada adicional de incerteza à essa discussão, já que persiste a dúvida entre os agentes econômicos sobre a eficácia das políticas monetárias adotadas até agora para controlar os vetores inflacionários. Além disso, a questão fiscal americana tem se intensificado nas últimas semanas, especialmente com a vitória de Donald Trump nas eleições presidenciais, cujas propostas sugerem um cenário fiscal mais frouxo. A combinação de uma política monetária expansionista em andamento com a possível expansão da dívida americana tem gerado preocupações no mercado de *bonds*, que tem embutido maiores prêmios de risco.

Uma possível leitura da abertura de *spread* entre o petróleo e as *treasuries*, é a de que a *commodity* está seguindo o viés dos fundamentos macroeconômicos, enquanto os juros americanos estão mais voláteis, dependentes de novos dados para definição de sua tendência. Analisando unicamente o comportamento passado desses ativos, poderíamos inferir que ocorreria uma convergência entre ambos em algum momento,

mas no curto prazo ainda há muitas incertezas de qual lado convergiria primeiro, se o petróleo voltaria a subir ou se as taxas de juros futuros cederiam.

Analisando os fundamentos do petróleo, que sugerem uma continuidade do decréscimo de seus preços, dependeríamos de uma intensificação nos conflitos no Oriente Médio para que a convergência acontecesse por esse lado, o que é bastante imprevisível. Os juros futuros ainda não dão sinais de arrefecimento e podem continuar sob pressão das preocupações quanto à dívida americana, que seguem influenciando a definição dos prêmios de risco. Diante da vitória republicana, é possível que vejamos uma continuidade dessa divergência no curto prazo, com uma possível reversão no longo prazo, à medida que as incertezas, principalmente quanto à política fiscal do novo governo e andamento da economia americana, sejam endereçadas.