
BRASILPREV

Uma empresa BB Seguros

Carta do Gestor

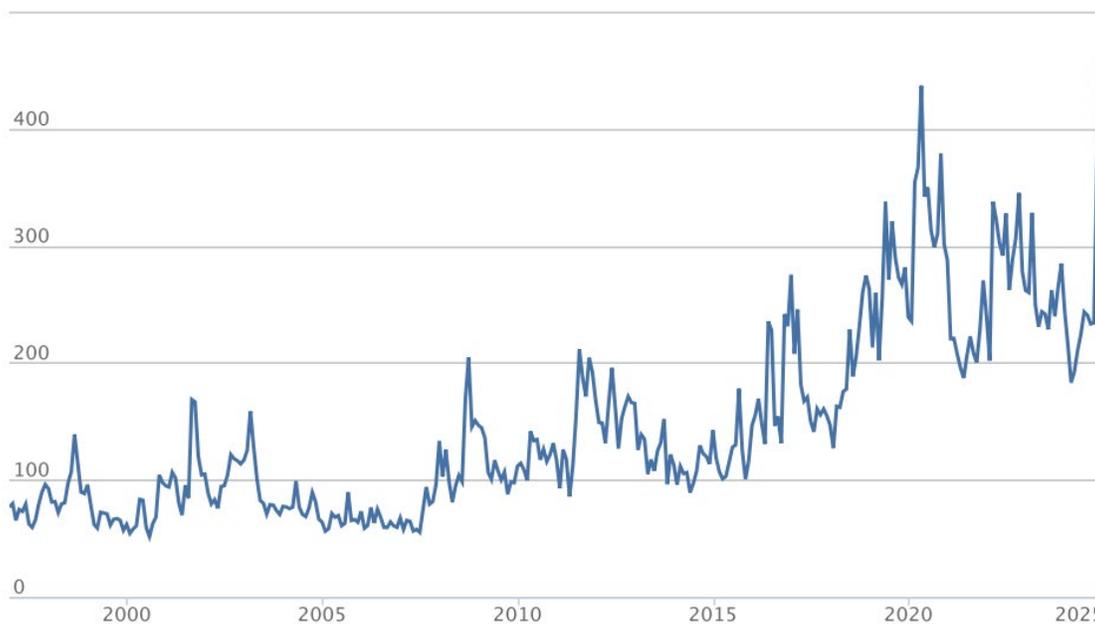


Cenário Macroeconômico

Amplamente defendida durante a campanha eleitoral de 2024 e com alguns episódios conhecidos há algumas semanas, a política comercial norte-americana ganhou um novo e abrangente contorno no último dia 02. O chamado “Dia da Libertação” consistiu no anúncio de tarifas para dezenas de países, em resposta a tarifas impostas por eles para os EUA. Os cálculos apresentados não têm embasamento teórico ou empírico, fazendo referência ao déficit ou superávit comercial de cada nação e não às tarifas efetivamente implementadas. Desproporcional à realidade do comércio internacional, o “tarifaço” e as posteriores sinalizações da Casa Branca desencadearam um forte sell-off nos mercados globais¹.

As retaliações já anunciadas e as novas rodadas de elevação tarifária por parte dos EUA e China amplificam o já elevado nível de incerteza existente, desancorando as expectativas para a evolução da política econômica nas principais economias. Esse ponto fica bem ilustrado com o Índice de Incerteza de Política Econômica, que atingiu o maior nível da série histórica neste começo de 2025.

Gráfico 1 - Índice de Incerteza de Política Econômica, em número-índice



Fonte: Baker, Bloom e Davis (<https://www.policyuncertainty.com/index.html>)

¹ Em artigo recente no Financial Times, Peter Navarro, conselheiro sênior de Trump para comércio e indústria, defende a doutrina de tarifas em um contexto do que chama de regras viesadas e manipuladas do sistema internacional de comércio, considerado falido. Ao mesmo tempo, o assessor aponta que o tema não é uma questão de negociação, pois se trata de emergência nacional para os EUA. Artigo pode ser lido em <https://www.ft.com/content/f313eea9-bd4f-4866-8123-a850938163be>

A guerra comercial implementada na primeira gestão Trump, entre janeiro de 2017 e janeiro de 2021, não constitui um precedente à altura do que estamos vivenciando atualmente. A escala atual é muito maior e não é direcionada a países ou regiões. Assim, não há, neste momento, muita visibilidade do ponto de vista de economia mundial. Se por um lado os riscos inflacionários das tarifas são evidentes, por outro há uma percepção crescente de desaceleração da atividade econômica global, que poderá resultar em uma recessão no médio prazo.

Vários bancos centrais têm apontado o tema das tarifas em suas comunicações oficiais, destacando o elevado nível de incerteza econômica. Esse contexto é ainda mais relevante por conta dos níveis inflacionários ainda elevados e superiores aos desejados em vários países. Ao mesmo tempo, porém, as preocupações com a atividade econômica têm ficado mais relevantes na comunicação, especialmente na Europa.

O Fed continua adotando um tom de cautela, apontando para uma estratégia *wait-and-see*. Em meados de 2019, sob um contexto de guerra comercial – em menor escala –, ao iniciar um ciclo de afrouxamento monetário, o banco central dos EUA destacou os riscos à atividade econômica decorrentes das incertezas vigentes à época. Entretanto, a inflação estava abaixo da meta de 2,0% naquele momento. Agora, temos um cenário distinto, com inflação resiliente acima da meta. A defasagem temporal entre uma maior pressão de curto prazo – temporária, na ausência de novos choques tarifários – e uma desaceleração mais forte da atividade econômica não é tão clara. Outro ponto de incerteza está relacionado à magnitude dessa desaceleração, se será suficiente para reverter as pressões inflacionárias mais imediatas. Também há questionamentos estruturais decorrentes da guerra comercial, por exemplo, sobre impactos na produtividade, no PIB potencial e no juro neutro. Em princípio, acreditamos que menos comércio mundial reduz a produtividade e o PIB potencial, podendo elevar o juro neutro.

O Fed tem algumas opções à mesa: (i) ficar com taxa estável por mais tempo, até que haja maior clareza do cenário; (ii) reduzir mais do que esperamos, em antecipação aos riscos à atividade econômica; e (iii) elevar juro para evitar que as pressões de curto prazo sobre os preços se dissipem e começar a afrouxar depois, se e quando necessário. Os dados mais recentes de atividade econômica, inclusive do mercado de trabalho, reforçam a percepção de atividade econômica mais fraca já no primeiro trimestre do ano, antes mesmo dos impactos da guerra comercial. Por enquanto, a primeira dessas estratégias nos parece a mais provável. Continuamos trabalhando com apenas um corte de juros, em junho, mas reconhecemos que há um viés baixista, na direção da opção (ii).

Diante dos riscos de recessão da atividade econômica global, a aversão ao risco mantém-se dominante. Entretanto, não se observa, ainda, um movimento de forte apreciação do dólar (com DXY em 111, como visto em janeiro) ou de maior fechamento de juro longo nos EUA (com taxas de 10 anos abaixo de 4,0%), como visto em outros momentos de incerteza. O certo é que a volatilidade está muito elevada, o que demanda bastante cautela nas alocações. Já cotações internacionais do petróleo Brent, em torno de US\$ 65/barril, têm sido influenciadas, também, pela expectativa de maior oferta da OPEP+, além dos temores globais já mencionados.

Gráfico 2 - Cotação do petróleo tipo Brent, US\$ por barril, a preços de abril de 2025



Fonte: Banco Mundial, BLS | Elaboração: Brasilprev

No Brasil, essas incertezas globais se somam às de natureza local, deixando o ambiente ainda mais complexo para a política monetária. No que tange à inflação doméstica, ainda temos um quadro bastante desafiador para o Banco Central. No curto prazo, o mercado de trabalho continua aquecido, mas com sinais de moderação na geração de ocupação. Ao mesmo tempo, nos últimos dias, a taxa de câmbio voltou a depreciar, amortecendo muito dos impactos positivos das quedas de preços internacionais de commodities. Por fim, a trajetória da política fiscal continua sendo tema relevante de discussão, em um contexto de elevação da relação dívida/PIB, que tende a ter cada vez menos a contribuição da expansão do PIB nominal como fator de amortecimento.

As métricas trimestrais anualizadas de serviços subjacentes e de serviços intensivos em trabalho continuam apontando para variações em torno de 7,5%. Os bens industriais continuam capturando as pressões cambiais registradas em meses anteriores, ao mesmo tempo em que parte da alta no atacado ainda deverá aparecer nos preços aos consumidores. Nas leituras mais recentes da Pesquisa Focus até se observa estabilização da deterioração das projeções para os próximos anos, mas ainda em patamar muito desancorado, frente à meta de inflação de 3,0%. É importante lembrarmos que a desancoragem teve início há um ano, em março de 2024, inclusive para horizontes de médio prazo. Trabalhamos com um cenário de IPCA de 5,7% neste ano, bem acima do teto de tolerância da banda de acomodação de choques e em torno de 4,0% para 2026, acima da meta, mas convergindo.

No seu Relatório de Política Monetária, o Banco Central apontou que a inflação estará em torno de 3,0% somente em meados de 2027, no cenário de referência, que considera juros de mercado (Pesquisa Focus). Trata-se de um quadro bastante desafiador. Na sua última decisão, o Copom não surpreendeu, ao elevar a Selic em 100 pontos-base, para 14,25%. Contudo, sinalizou que deverá aumentar novamente em maio, com “um ajuste de menor magnitude”. Avaliamos que há duas opções, aqui, para serem discutidas: (a) 75 pontos-base ou (b) 50 pontos-base. A nosso ver, um movimento de desaceleração gradual do ritmo de ajuste (75 pontos) seria mais natural para um processo de desaceleração do ciclo, além de constituir um esforço para aumentar a credibilidade, por parte do BC, já que a curva de juros apreça cerca de 50 pontos (até um pouco menos do que isso, no início da semana posterior ao anúncio das tarifas em escala global). Por outro lado, as incertezas atuais, crescentes, geram um viés baixista para a inflação no médio prazo, pelo possível menor crescimento mundial.

Claro que o timing entre uma maior pressão inflacionária de curto prazo e a dissipação dessa pressão no médio prazo, pela atividade econômica mais fraca, é fundamental nessa discussão. A nosso ver, diante da pouca visibilidade para os próximos trimestres, não descartamos um movimento de interrupção do ciclo de alta da Selic antes mesmo dos 15% que esperamos para junho como cenário base. A nossa visão de início do afrouxamento monetário ainda neste ano, continua presente. Trabalhamos, agora, com duas quedas de 50 pontos-base, em novembro e em dezembro, para 14,0%. De todo modo, quando o Comitê encerrar o ciclo, a estratégia que deverá prevalecer, acreditamos, será a de manter um discurso de cautela, sinalizando um *higher for longer*, enquanto novas informações vão sendo coletadas.

O grande temor, do BC brasileiro e de todos os demais, é o de cometer equívocos que levem a uma inflação persistentemente mais elevada. Nesse sentido, cautela será o nome do jogo. Ao mesmo tempo, porém, as incertezas estão cada vez mais elevadas, levando a um cenário de possível recessão em alguns trimestres. Claro que uma recessão derivada da guerra comercial tem natureza distinta daquela observada em 2008 e em 2020. De todo modo, a história recente nos mostra que, diante de sinais mais evidentes de atividade econômica para baixo, as autoridades monetárias atuam de forma anticíclica.

Alocação

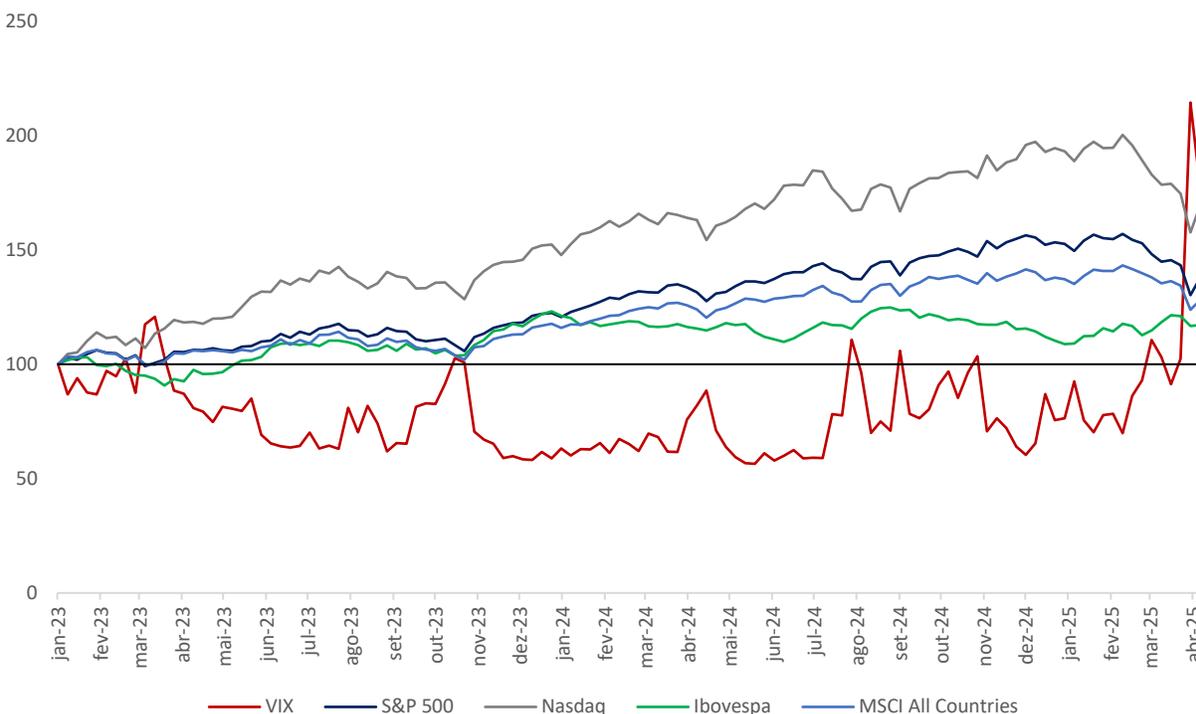
O primeiro trimestre de 2025 revelou uma reconfiguração significativa nos mercados financeiros globais, desafiando as expectativas predominantes no final de 2024. Se em princípio previa-se um predomínio dos ativos de risco americanos, o que foi constatado foi a recuperação notável das bolsas europeias, impulsionada por estímulos fiscais robustos na Europa. Esse movimento atraiu fluxos de capital para a zona do euro, refletindo um otimismo mais disseminado para a região e no gradual enfraquecimento do Dólar americano contra outras moedas fortes.

Simultaneamente, os mercados emergentes, especialmente na Ásia e América Latina, começaram a atrair maior atenção dos investidores. O Banco Mundial projetava um crescimento de 2,5% para a América Latina e Caribe em 2025, enquanto o sul da Ásia deve atingir 6,2% no mesmo período. Essas projeções refletiam uma recuperação apoiada pela demanda interna e pela diversificação das cadeias de suprimentos globais.

No entanto, todas as perspectivas para a rotação global foram muito impactadas pela impressionante reorientação de política comercial dos Estados Unidos no “dia da libertação”. Em um movimento que já havia tido início com a imposição de tarifas de 25% sobre importações do México e Canadá, o presidente Donald Trump promoveu tarifas sobre praticamente todos os países. Seus principais alvos foram, notadamente, os países asiáticos, com tarifas de até 145% sobre produtos chineses. Por outro lado, os menos alvejados claramente foram países da América Latina, que receberam tarifas mínimas, de 10%. Na sequência destes anúncios e no vai e vem de possíveis adiamentos quanto a implementação, já começam a aparecer sinais de retaliação por parte dos principais países afetados. A China já confirmou retaliações de até 125% de tarifas sobre importações americanas. A União Europeia, por sua vez, busca redefinir suas alianças comerciais, explorando novas parcerias com países da Ásia e América Latina, como no caso do acordo UE – Mercosul.

A escalada das tensões comerciais resultou em quedas significativas nos mercados acionários. O Nasdaq teve um dos seus movimentos de *drawdown* mais significativos da sua história, enquanto o S&P 500 caiu 6,65% em um único dia, refletindo a preocupação dos investidores com a estabilidade econômica global. Mais do que isso, essa abrupta reorientação gera temores sobre uma rápida desaceleração da economia global, combinada ao choque de preços no curto prazo sobre os Estados Unidos, combinação potencialmente muito perigosa para o setor real e para a estabilidade nos balanços e resultados das empresas e para o mercado acionário global.

Gráfico 3 – Mercados de ações e VIX (Base 100 = Jan/2023)



Fonte: Bloomberg | Elaboração: Brasilprev

Diante desse cenário, nossa estratégia de alocação prioriza a diversificação regional e setorial. E aqui assumimos algumas hipóteses importantes. No caso de uma desaceleração global coordenada a melhor estrutura de alocação é uma concentrada em juros nominais curtos e intermediários, na medida em que os bancos centrais devem responder para conter os danos acelerados sobre a atividade econômica. Este movimento já é algo esperado para o Brasil, na medida em que o BCB tem apertado sua política monetária desde o fim de 2024, visando desacelerar o crescimento. Um arrefecimento global tende a reforçar essa tendência e tornar mais simples a missão do nosso Banco Central no curto prazo.

O segundo pilar da nossa estratégia passa por um posicionamento um pouco mais arrojado, através do aumentando de exposição em ações globais. Apesar de todo o cenário delineado acima, fato é que observamos quedas muito significativas nesses mercados, fruto não apenas de leituras do que pode ser a conjuntura econômica, mas também do forte aumento da incerteza que reverteu o ambiente global para a completa aversão ao risco. Nesse tipo de ambiente, os movimentos de mercado tendem a ser exagerados, se distanciando do que seria o preço pelos *valuations* corrigidos por um nível mais baixo de lucro. Especialmente se considerarmos que o ambiente financeiro corporativo segue sólido.

Já para o mercado de ações local, não promovemos ajustes relevantes em nossas posições. O Brasil foi um dos países menos afetados neste processo, e se coloca em posição relativa positiva para a reorientação do comércio global, o que se refletiu em perdas muito mais contidas quando observamos o Ibovespa frente as demais bolsas do mundo. Acreditamos que este feito somado a níveis relativamente descontados favorecem a estratégia de posicionamento atual.

Embora o ambiente global apresente desafios, identificamos oportunidades relevantes para portfólios que buscam exposição diversificada com visão de médio a longo prazo. Continuaremos monitorando atentamente os desdobramentos geopolíticos e econômicos, ajustando nossa carteira conforme necessário para capturar os melhores retornos ajustados ao risco.

Tabela 1: Posicionamento por fatores de risco para abril de 2025

