
BRASILPREV

Uma empresa BB Seguros

Carta do Gestor

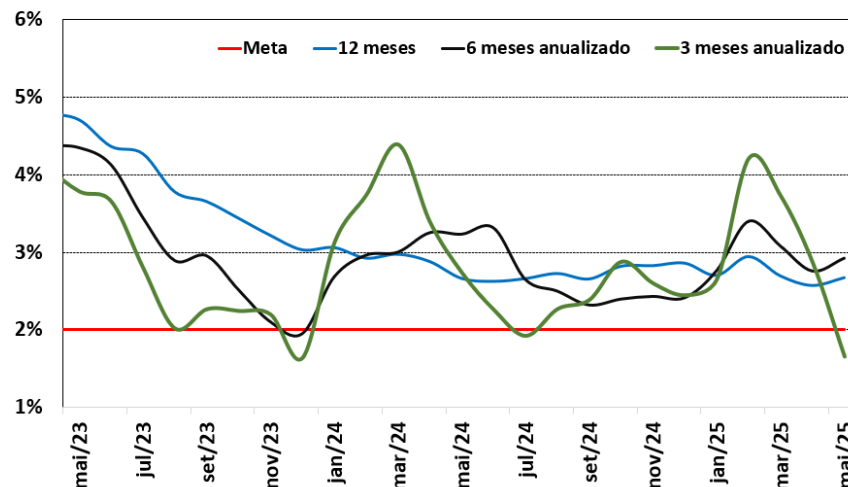


Cenário Macroeconômico

Ao longo de junho, a escalada de tensões geopolíticas no Oriente Médio gerou preocupações relevantes. Contudo, tal escalada não evoluiu para um conflito maior e, eventualmente nuclear, que poderia envolver as maiores potências militares. O equilíbrio naquela região do planeta continua instável, pois persistem dúvidas sobre a capacidade nuclear iraniana, mas a interrupção dos ataques entre Israel e Irã, observada nas últimas semanas, foi suficiente para diminuir a aversão ao risco e o preço do petróleo. Nesse contexto, o tema das tarifas comerciais volta a dominar as atenções. As sinalizações emitidas recentemente reforçam a ideia de que a economia global caminha para o cenário de maior protecionismo das últimas décadas, mas em patamar inferior ao anunciado no dia 02/04 pelo presidente dos EUA, no chamado *Liberation Day*. De todo modo, o patamar de incertezas mantém-se bastante elevado e superior ao observado historicamente, o que constitui risco baixista para a atividade econômica global nos próximos trimestres.

Nos EUA, o conjunto de dados no segundo trimestre surpreendeu negativamente, reforçando a visão de desaceleração do crescimento do PIB no período. Os dados mais recentes de inflação, por sua vez, estão relativamente comportados, sem impactos maiores das tarifas comerciais já implementadas e vigentes. Mais recentemente, alguns diretores do FOMC explicitaram apoio a um corte de juros no terceiro trimestre, o que ainda não constitui voto da maioria. O nível de incerteza sobre os impactos inflacionários das tarifas em algum momento continua presente, potencializado por um mercado de trabalho que continua aquecido.

Gráfico 1: Núcleo do PCE, várias métricas



Fonte: BEA, Fred Saint Louis | Elaboração: Brasilprev

De todo modo, o discurso do Fed, como um todo, continua sendo de cautela e ausência de pressa em fazer ajustes nos juros. Continuamos trabalhando com queda da *Fed Funds Rate* somente em dezembro de 2025 (-25 pontos-base), mas reconhecemos que o risco é para antecipar esse movimento. De fato, há forças desinflacionárias relevantes, como a tendência de recuo das cotações internacionais do petróleo, a contínua redução dos desequilíbrios entre oferta e demanda no mercado de trabalho e, como consequência disso, a moderação no ritmo de crescimento dos salários, com algumas exceções setoriais.

Tabela 1: evolução dos salários médios por hora nos EUA

Setor	Nível (último dado) US\$ /hora	Variações YoY				Está desacelerando ?
		mai/24	dez/24	abr/25	mai/25	
Total Privado	36.2	4.09%	3.99%	3.86%	3.87%	SIM
Construção	39.4	4.77%	4.42%	3.53%	3.74%	SIM
Indústria	35.3	5.13%	4.00%	4.43%	4.38%	SIM
Lazer e Hospedagem	22.8	3.93%	3.70%	3.89%	3.74%	SIM
Informação	52.6	2.32%	3.87%	5.13%	6.25%	NÃO
Comércio Varejista	25.3	2.73%	2.64%	3.91%	3.36%	NÃO
Atividades Financeiras	47.5	5.89%	4.13%	4.27%	4.40%	SIM
Transporte e Armazenagem	31.4	4.87%	2.79%	2.79%	2.75%	SIM
Outros Serviços	32.5	5.08%	4.22%	2.89%	2.65%	SIM
Serviços Profissionais e de Negócios	44.0	4.14%	5.12%	4.71%	4.89%	NÃO
Mineração e exploração madeireira	40.3	4.32%	2.70%	1.06%	1.67%	SIM
Serviços de Educação e Saúde	35.4	3.54%	4.17%	3.44%	3.48%	SIM

Fonte: BEA, Fred Saint Louis | Elaboração: Brasilprev

No caso específico da cotação do petróleo, o patamar máximo atingido no pior momento da tensão geopolítica entre Israel e Irã, no final de maio, foi de US\$ 77/barril (ante US\$ 62 no encerramento de maio). Uma alta bem moderada diante do que poderia ter ocorrido. Os fundamentos justificam esse comportamento, com expectativa de ampliação da oferta ex-OPEP maior do que as estimativas de incremento da demanda.¹ Mesmo um eventual fechamento do Estreito de Ormuz, por parte do Irã, iria gerar um impacto relevante não somente sobre o seu próprio comércio exterior, mas também sobre a China, destino de maior parte do óleo exportado pelo país.

Gráfico 2: evolução do preço do petróleo, US\$/barril, a preços de junho/2025



Fonte: Banco Mundial, BLS | Elaboração: Brasilprev

Diante do nível elevado de incerteza no cenário global, a comunicação dos bancos centrais continua muito cautelosa. Em alguns casos, como a do Banco Central Europeu (BCE), já há sinalizações de proximidade de fim de ciclo. Em outros, com o início mais recente da queda de

¹ Vide relatório recente da Agência Internacional de Energia, em <https://www.iea.org/reports/oil-2025>

juros, o espaço é maior e tende a ser potencializado pelo movimento do Fed, que, como já mencionado, tem um viés para ocorrer antes do previsto.

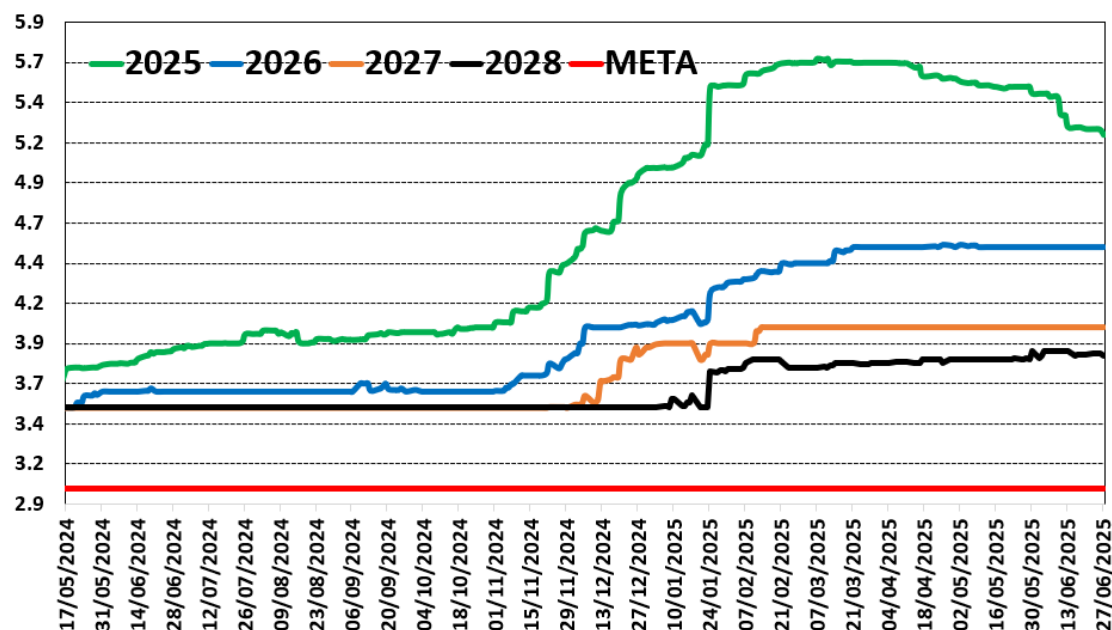
No Brasil, os dados mais recentes de atividade econômica têm reforçado a percepção de moderação no ritmo de crescimento no segundo trimestre, após o forte crescimento registrado entre janeiro e março, muito influenciado pelo desempenho do setor agropecuário. Há diferenças setoriais e regionais nesse processo de moderação do crescimento, mas temos um movimento que tende a se ampliar nos próximos meses, diante da política monetária restritiva e dos impactos das incertezas vigentes na economia mundial. Ao mesmo tempo, há dúvidas sobre a magnitude desse processo, diante do risco de estímulos econômicos no radar. De toda maneira, avaliamos que os desequilíbrios entre oferta e demanda vigentes nos últimos anos – e que ajudam em muito a explicar as pressões inflacionárias – tendem a diminuir de forma considerável até o fim deste ano, com o PIB efetivo crescendo abaixo do PIB potencial, estimado em torno de 2% (ou 0,5% por trimestre, aproximadamente).

O mercado de trabalho tem um papel relevante para reduzir tais desequilíbrios. A taxa de desocupação continua muito baixa, provavelmente refletindo mudanças estruturais na economia. Como apontado pelo BC recentemente, porém, já há alguns sinais de moderação, como o verificado no ritmo de crescimento dos rendimentos, em um contexto de endividamento e comprometimento de renda das famílias em patamares elevados. O crédito, nesse contexto, tem apresentado evidências de moderação, o que sugere um menor crescimento do consumo das famílias à frente. A confiança dos agentes econômicos, por sua vez, continua em patamar mais baixo do que o verificado no final de 2024, apesar dos sinais de recuperação recente, o que é compatível com uma expansão menor da atividade econômica nos próximos trimestres.

A inflação de curto prazo tem apresentado sinais positivos, inclusive na sua abertura, como evidenciado nos últimos dados de IPCA-15 e de IPCA. Ao mesmo tempo, a deflação registrada no atacado, capturada pelos IGPs, “contrata” uma menor pressão para os preços ao consumidor no futuro próximo. Esses resultados mais benignos têm levado à redução das estimativas de inflação para 2025, como capturado na Pesquisa Focus. Ao mesmo tempo, o IPCA previsto para 12 meses à frente, também no Focus, tem se aproximado rapidamente do teto da

banda de tolerância do BC, de 4,5%. Apesar disso, a desancoragem das expectativas para horizontes mais amplos, sobretudo para 2026 e 2027, mantém-se relevante.

Gráfico 3: expectativas de inflação anual capturada na Pesquisa Focus



Fonte: BCB | Elaboração: Brasilprev

Na sua última decisão de juros, o Comitê de Política Monetária (Copom) nos surpreendeu, ao elevar a Selic em 25 pontos-base, para 15%. Na sua comunicação, o colegiado explicitou a intenção de interromper o ciclo de alta dos juros, bem como a de manter essa taxa por “período bastante elevado” e “devido às expectativas desancoradas”. Essa associação explícita entre o plano de voo do BC e a desancoragem das expectativas deixou muito claro o ponto nevrálgico dos riscos inflacionários. Mas, o que seria o “bastante prolongado”? Naturalmente, cada ciclo de política monetária é diferente do outro, mas historicamente, o Copom mantém a Selic estável por quatro reuniões – e a quarta reunião, a partir de agora, será em dezembro de 2025. Claro que há exceções. Entre 2015 e 2026, com 9 reuniões de Selic estável, havia uma discussão sobre credibilidade do BC, o que não é aplicável neste momento, a nosso ver. Entre 2018 e 2019, com 10 reuniões de juro estável em 6,5%, havia uma discussão sobre o *lower bound*, à época, do juro

nominal no Brasil. Nos três ciclos subsequentes, temos um horizonte médio de 5 reuniões com a taxa básica sem alterações.

Gráfico 4: Períodos de Selic estável

Direção da Selic (antes)	Última Mudança	Nível Selic	Termo utilizado no Comunicado quando parou	Número reuniões com Selic estável	Mudança Seguinte	Direção da Selic (depois)	Movimento
Alta	fev/03	26,50%	manter	3	jun/03	Queda	EC
Queda	dez/03	16,50%	interromper temporariamente	2	mar/04	Queda	CC
Queda	abr/04	16,00%	manter	4	set/04	Alta	CE
Alta	mai/05	19,75%	manter	3	set/05	Queda	EC
Queda	set/07	11,25%	fazer uma pausa	4	abr/08	Alta	CE
Alta	set/08	13,75%	neste momento, manter	2	jan/09	Queda	EC
Queda	jul/09	8,75%	manter	5	abr/10	Alta	CE
Alta	jul/10	10,75%	manter	3	jan/11	Alta	EE
Queda	out/12	7,25%	manter	3	abr/13	Alta	CE
Alta	abr/14	11,00%	neste momento, manter	3	out/14	Alta	EE
Alta	jul/15	14,25%	manter	9	out/16	Queda	EC
Queda	mar/18	6,50%	manter	10	jul/19	Queda	CC
Queda	set/20	2,00%	manter	4	mar/21	Alta	CE
Alta	ago/22	13,75%	manter	7	ago/23	Queda	EC
Queda	mai/24	10,50%	interromper	3	set/24	Alta	CE

EC=Elevação para Corte	Média Selic estável	4,3
CC = Corte para Corte	Média Selic estável ex- 2015 e ex-2018	3,5
CE= Corte para Elevação		
EE = Elevação para Elevação		

Frequência	
CE	40,0%
EC	33,3%
Manter movimento	26,7%

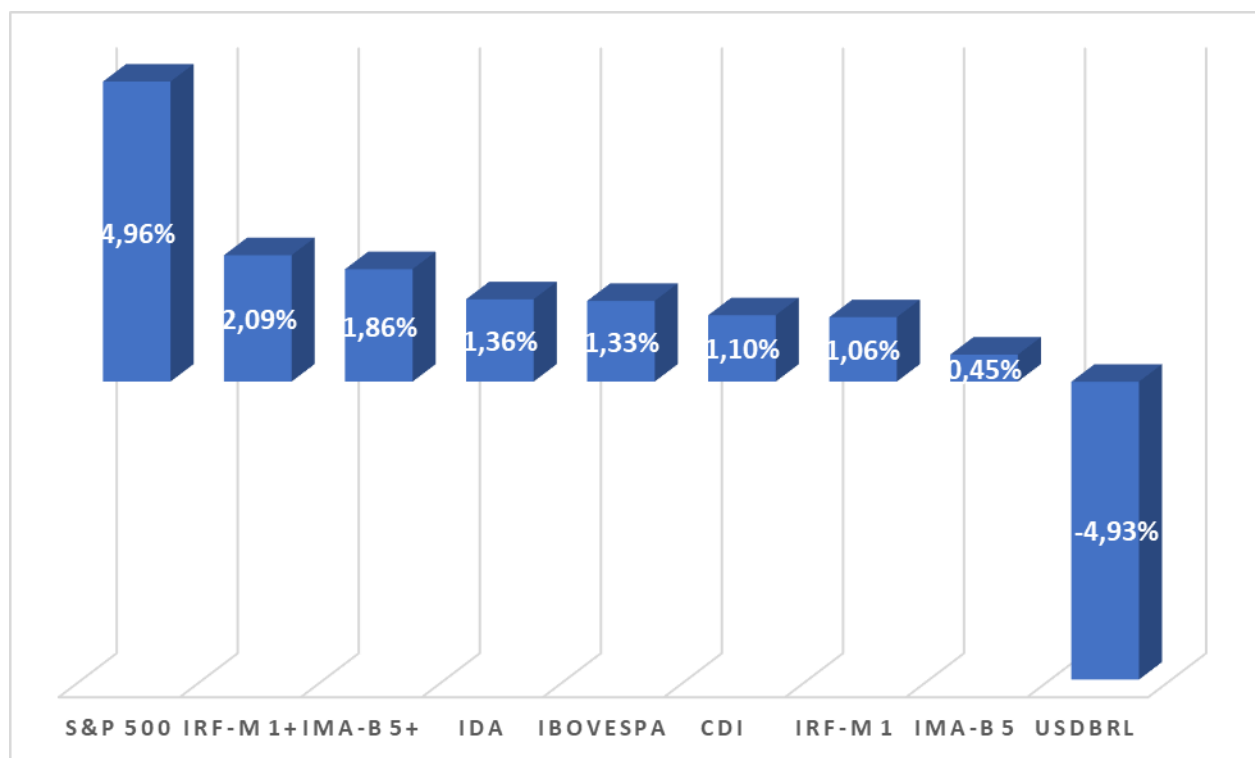
Fonte: BCB | Elaboração: Brasilprev

Diante da alta da Selic em junho, agora esperamos juro em 15% até dezembro deste ano e um primeiro movimento de afrouxamento em janeiro de 2026. Mais do que seguir o padrão histórico recente, avaliamos que haverá condições técnicas para esse movimento no início do próximo ano, à luz de uma atividade econômica mais compatível com o crescimento potencial, redução de juros nos EUA, dólar fraco e incertezas ainda existentes no cenário global, o que gera um risco baixista para a atividade econômica de vários países. A partir do segundo trimestre de 2026, o foco da política monetária tende a ser o ano de 2027 e, assim, a manutenção da Selic por muito mais tempo poderia levar a inflação para nível abaixo da meta de 3,0% no horizonte de 2 anos. As quedas em 2026, a nosso ver, ocorrerão de forma moderada, ao ritmo de 50 pontos-base por reunião, até meados de 2026, sendo retomadas em 2027.

Alocação

Nosso posicionamento focado em ativos de renda fixa de longa duração, em detrimento de papéis de vencimentos curtos, tanto prefixados quanto NTN-Bs, foi positivo para os portfólios no mês de junho. Observamos um fechamento adicional das curvas de juros longas, enquanto as curtas apresentaram abertura em meio a perspectiva de uma taxa básica de juros alta por mais tempo. Os ativos de renda variável também apresentaram performance positiva, com destaque para as ações americanas, que beneficiaram o posicionamento estrutural dos fundos multimercados.

Gráfico 5: Rentabilidade dos principais ativos em junho/2025



Fonte: Economática | Elaboração: Brasilprev

Nossa perspectiva em relação aos papéis indexados à inflação de curto prazo permanece pessimista. O cenário de taxa Selic a 15% até o final do ano embute um custo de oportunidade muito elevado, além dos dados de inflação estarem surpreendendo para baixo sucessivamente.

Temos preferido um posicionamento mais alongado na classe, por enxergarmos um carregamento mais atrativo (taxas longas ao redor de 7%).

Apesar da preferência por pós-fixados, os papéis prefixados de curto prazo ganharam um pouco mais de atratividade após sua abertura ao final do mês, em meio a nossa perspectiva de afrouxamento monetário no início de 2026. Nos papéis de vencimentos médio e longos, entendemos que há ainda mais espaço para continuidade do fechamento, puxados tanto por um cenário externo favorável, com o dólar se enfraquecendo, quanto pelo cenário doméstico, com alguns sinais incipientes de arrefecimento da atividade econômica e da inflação.

Nosso posicionamento internacional permanece estruturalmente comprado na bolsa americana, que consistentemente tem provado sua resiliência. Após um começo de ano difícil, as ações americanas apresentaram relevante recuperação, com destaque para o setor de tecnologia. Os papéis de renda fixa, em contrapartida, vemos com maior cautela e preferimos permanecer subalocados, ainda que o Fed inicie um ciclo de cortes este ano, não parece que será um ciclo relevante, além dos riscos fiscais que tendem a manter a inclinação da curva.

O fluxo de capital estrangeiro permanece principalmente em direção aos países emergentes, o que impulsionou as ações brasileiras no primeiro semestre do ano, com o índice Ibovespa registrando alta de mais de 15%. Apesar de ainda enxergarmos uma janela positiva com a proximidade do ciclo de queda dos juros, permanecemos com uma exposição reduzida, devido à maior imprevisibilidade relativa aos EUA.

Tabela 2: Posicionamento por fatores de risco para julho de 2025

