

BRASILPREV

Uma empresa BB Seguros

Carta do Gestor

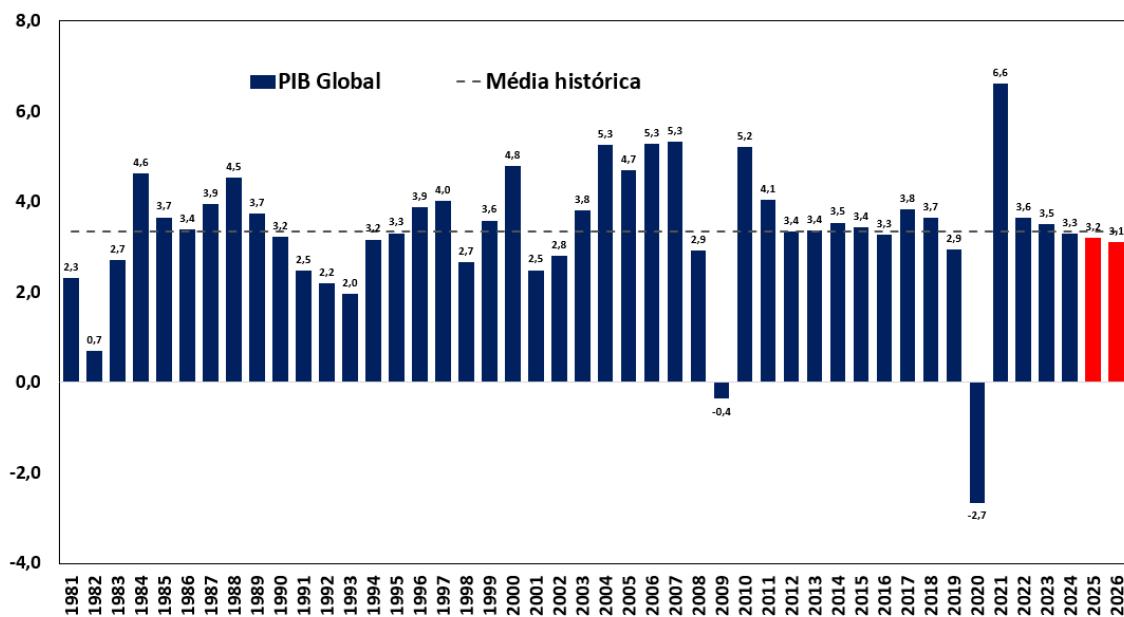


Cenário Macroeconômico

Os EUA e a China firmaram um acordo comercial relevante no final de outubro. Além da redução de tarifas, ante o que foi anunciado anteriormente, o acordo estabeleceu: o comprometimento chinês de compra de soja norte-americana, a suspensão, por parte dos EUA, de sanções comerciais a empresas chinesas e o adiamento, por parte da China, de controles de exportação de terras raras, dentre outras ações. Trata-se de um acordo significativo para reduzir as tensões comerciais atuais entre as principais economias globais, mas ainda assim, estamos diante de um cenário mais protecionista do que o vigente até o final de 2024. Ademais, o nível de incertezas sobre o tema tende a se manter em patamares elevados, sobretudo diante das várias idas e vindas, nos últimos meses, por parte da Casa Branca em relação às tarifas de importação.

O cenário mais recente do Fundo Monetário Internacional (FMI) aponta uma projeção de crescimento global de 3,2% para 2025 e de 3,1% para 2026, ante uma média histórica de 3,3%. Nas reuniões da instituição, realizadas antes do acordo EUA-China, a escalada do protecionismo emerge como um dos principais riscos baixistas ao crescimento mundial. Outros riscos apontados são: (i) choques baixistas na oferta de trabalho, por exemplo, pelo aumento de restrições à imigração; (ii) vulnerabilidades fiscais, diante do aumento do endividamento de vários governos e a consequente pressão altista sobre taxas longas de juros; (iii) vulnerabilidades financeiras, advindas, por exemplo, da possibilidade de reprecificação de novas tecnologias (IA); (iv) erosão da credibilidade institucional, sobretudo no que tange à independência de bancos centrais; e (v) repique de preços de *commodities*, respondendo a crises climáticas ou geopolíticas.

Gráfico 1: Crescimento da economia global, em %



Fonte: FMI | Elaboração: Brasilprev

Nos EUA, o Federal Reserve reduziu a taxa de juros no final de outubro, sem surpresas, em 25 pontos-base, para o patamar entre 3,75% e 4,0%. Houve dissenso na decisão, com um voto a favor de manutenção da taxa (por parte de Jeffrey Schmid) e outra a favor de uma queda de 50 pontos-base (por parte do membro mais recente, indicado pelo Governo Trump, Stephen Miran). De fato, os discursos mais recentes dos membros do FOMC sugeriam haver um risco de votos a favor de manutenção. O conjunto da obra relacionado à decisão e comunicação do Fed revela uma visão mais cautelosa para frente. De fato, Jerome Powell, presidente da instituição, não se comprometeu com um outro corte na reunião de dezembro, ainda que o mercado futuro esteja apreçando mais um movimento, de igual magnitude, no próximo mês.

Se por um lado há riscos de repasse mais forte, por parte de empresas norte-americanas, de tarifas mais elevadas para os preços finais, como sugerido em pesquisas qualitativas, como o Livro Bege e os PMIs, além das sinalizações em divulgações de balanços trimestrais, por outro os riscos baixistas ao mercado de trabalho mantêm-se como tema relevante apontado pelo FOMC, que tomou sua decisão sem a atualização de dados mais recentes, por conta da paralisação do

Governo dos EUA, o chamado *shutdown*, iniciada em 1º de outubro e não encerrada até a elaboração desta Carta do Gestor.

A despeito do fortalecimento do dólar desde meados de setembro, quando avaliamos o DXY, a moeda norte-americana está em patamar cerca de 10% inferior ao observado na passagem de 2024 para 2025, com perspectivas de desempenho moderado nos próximos meses. Se por um lado, os ganhos derivados da IA e de produtividade continuam muito mais presentes nos EUA do que no resto do mundo, por outro, o maior isolamento internacional, a deterioração institucional e o processo de diversificação de alocações por parte dos bancos centrais geram desafios para uma apreciação mais evidente. O dólar fraco ajuda, em parte, a explicar o bom desempenho de alguns ativos de países emergentes, como o real nos últimos meses, o que tem sido potencializado pelo diferencial de juros a favor do Brasil.

Na China, o PIB do terceiro trimestre e os primeiros dados de outubro continuam apontando para um cenário desafiador do ponto de vista de crescimento econômico, o que abre espaço para mais estímulos nos próximos meses. A expansão da economia entre julho e setembro foi de 4,8% ante o terceiro trimestre de 2024, menor variação desde o terceiro trimestre de 2024 e abaixo da meta governamental de 5,0% para o ano como um todo. As forças deflacionárias continuam presentes, ainda que em menor escala, enquanto as exportações para os EUA estão desacelerando rapidamente. Para 2026, o acordo comercial entre os dois países pode contribuir em algum grau, mas a tendência de desaceleração estrutural da economia continuará presente. Assim, a segunda maior economia global tende a continuar não sendo uma fonte de pressão inflacionária para os preços de *commodities*.

Diante desse cenário, os vetores de influência para preços de *commodities* estão pendendo mais para o lado da oferta do que da demanda. No caso específico do petróleo, a expansão da produção deve ser maior do que o da demanda neste e no próximo ano, gerando pressões baixistas sobre as cotações, que são não são maiores por conta da recomposição de estoques chineses. O ouro, por sua vez, chegou a ultrapassar o patamar de US\$ 4000 a onça/troy, em um contexto de maior *hedge* diante dos riscos inflacionários globais e da maior diversificação de bancos centrais em alocações além do dólar.

No Brasil, os dados mais recentes de atividade econômica têm reforçado a percepção de desaceleração. Esse processo, entretanto, não é linear ou uniforme entre os setores e regiões do país. Enquanto os indicadores coincidentes sugerem um PIB próximo à estabilidade no terceiro trimestre, os indicadores antecedentes, sobretudo os de confiança econômica, apesar da recuperação recente, apontam para um risco crescente de expansão nula ou ligeiramente negativa entre outubro e dezembro. O IBC-Br mais recente, de agosto, mostra um esfriamento generalizado da atividade sob a ótica da oferta. O mercado de trabalho, por sua vez, continua muito aquecido, com a sucessiva renovação das mínimas histórica da taxa de desocupação. Ainda que contemplemos, em nosso cenário, algum ajuste moderado altista no indicador, em linha com o fechamento do hiato de produto, reconhecemos que há mudanças estruturais ainda não muito bem compreendidas, que podem alterar essa correlação desta vez.¹

Tabela 1: IBC-Br, crescimento da média móvel trimestre dessazonalizada e anualizada

Período	jan/25	fev/25	mar/25	abr/25	mai/25	jun/25	jul/25	ago/25
MM 3M ANUALIZADA E S.A								
IBC-Br	-0,2%	0,5%	5,7%	7,8%	6,2%	1,2%	-3,6%	-4,0%
Agro	24,8%	31,6%	35,4%	33,8%	9,2%	-11,4%	-22,9%	-21,8%
Indústria	1,0%	1,2%	6,6%	6,0%	7,2%	-0,1%	-3,1%	-4,8%
Serviços	-0,9%	-0,4%	3,2%	4,2%	4,0%	2,4%	0,8%	0,0%
Impostos	-0,1%	-0,6%	2,8%	1,9%	1,0%	-1,6%	-3,9%	-3,7%
IBC-Br ex-Agro	-1,0%	-0,8%	3,8%	4,7%	4,7%	1,5%	-0,8%	-1,7%

Fonte: Banco Central | Elaboração: Brasilprev

Apesar dos sinais de alguma moderação, o mercado de trabalho segue bastante aquecido, o que tem contribuído para explicar a inflação de serviços ainda pressionada, como corroborado nas leituras mais recentes do IPCA e do IPCA-15. Na média móvel trimestral anualizada, os serviços, em várias métricas (subjacentes, intensivos em trabalho) continuam rodando no intervalo entre 6,0% e 7,0%, enquanto os núcleos de inflação mantêm-se entre 3,5% e 4,0% (mas estavam em 6,0% no primeiro trimestre). As expectativas, capturadas pela Pesquisa Focus, por sua vez, têm apresentado recuo nas últimas semanas, provavelmente influenciado pelo discurso

¹ A Lei de Okun nos dá uma relação inversa entre atividade econômica e taxa de desocupação. Com crescimento maior (menor) do PIB, espera-se uma queda (elevação) do desemprego. Contudo, um dos mais importantes questionamentos da atualidade é justamente em relação a isso. É possível que novas relações do mercado de trabalho, como o trabalho dos freelancers (*gig economy*) tenha trazido alterações significativas nessa relação.

mais duro da autoridade monetária, mas ainda são incompatíveis com a convergência da inflação à meta.

Nesse contexto, a decisão de novembro do Comitê de Política Monetária (Copom) não surpreendeu, com a Selic mantida em 15% ao ano. Ao mesmo tempo, a comunicação do colegiado continua deixando em aberto o *timing* de início do ciclo de afrouxamento monetário, o que constitui uma estratégia, a nosso ver, esperada, ainda mais diante da queda das projeções de inflação de médio prazo capturadas nas últimas semanas na Pesquisa Focus. Mudar o discurso agora, de forma significativa, poderia trazer mais custos do que benefícios. Assim, continuamos com o cenário de início do afrouxamento em janeiro de 2026, de forma gradual, mas não se pode descartar um primeiro movimento somente em março.

Uma discussão que, a nosso ver, se tornará cada vez mais presente está relacionada ao ritmo do afrouxamento monetário no Brasil, quando este de fato começar. A curva de juros incorpora uma visão de bastante gradualismo nesse processo. Sempre lembramos que cada ciclo de política monetária é diferente do outro, pois tem condições de contorno específicas. De todo modo, olhando para os ciclos da Selic desde 2003, temos algumas lições:

Os ciclos de queda têm sido, em geral, mais prolongados do que os de alta, com 10 e 6 reuniões do Copom, respectivamente;

Em geral, os ciclos de alta têm um ritmo de ajuste médio por reunião maior do que os de baixa, com 70 pontos-base e 60 pontos-base, nessa ordem, ao mesmo tempo em que o primeiro movimento tende a ser maior, como proporção patamar inicial de juros, no aperto. Isso justifica a percepção de que as “subidas ocorrem de elevador e as quedas de escada”;

Em 4 dos 7 ciclos, ou seja, em 60% aproximadamente, a decisão de iniciar as quedas da Selic ocorreu por unanimidade. Em 2 dos ciclos remanescentes, houve votos por um corte menor do que o efetivamente implementado, enquanto em apenas 1 ocasião, o dissenso ocorreu na direção da manutenção da Selic;

A posteriori, o primeiro movimento baixista correspondeu a uma parcela pequena do ajuste total feito, em média, de 10% do movimento total do ciclo.

Tabela 2: Ciclos de afrouxamento monetário no Brasil

Inicio das queda	Patamar Anterior Selic	Primeira queda	Placar	Comunicado	Primeira queda como % do patamar inicial	Primeira queda como % do ajuste total	Número de Reuniões com queda	Última queda	Patamar Final Selic	Ajuste total (bps)	Pace médio (bps)
jun/03	26,50%	-0,50%	Unanidade	As projeções de inflação indicam convergência para as metas. Flexibilização, neste momento, não compromete as conquistas obtidas no combate à inflação.	1,89%	4,76%	11	abr/04	16,00%	-1050	-95
set/05	19,75%	-0,25%	Unanidade	o Comitê inicia um processo de flexibilização da política monetária realizando de imediato parte relevante do movimento da taxa básica de euros.	1,27%	2,94%	19	set/07	11,25%	-850	-45
jan/09	13,75%	-1,00%	5 (-100 bps) a 3 (-75 bps)	Substancialmente menor cenário internacional, mitiga efeitos vindos do ambiente global mais restritivo.	7,27%	20,00%	5	jul/09	8,75%	-500	-100
set/11	12,50%	-0,50%	5 (- 50 bps) a 2 (manutenção)	Atividade econômica um pouco abaixo do esperado, inflação mais favorável que o esperado.	4,00%	9,52%	10	out/12	7,25%	-525	-53
out/16	14,25%	-0,25%	Unanidade	Prescreve política monetária estimulativa	1,75%	3,23%	12	mar/18	6,50%	-775	-65
ago/19	6,50%	-0,50%	Unanidade	Ambiente externo incerto, desaceleração da economia doméstica	7,69%	11,11%	9	ago/20	2,00%	-450	-50
ago/23	13,75%	-0,50%	5 (-50 bps) a 4 (-25 bps)		3,64%	15,38%	7	mai/24	10,50%	-325	-46
Média	-0,50%				3,93%	9,56%	10			-639	-61
Média ex-2003-2004 e 2019-2020	-0,50%				3,99%	10,22%	11			-595	-56
Maior	-1,00%				1,27%	2,94%	5			-1050	-210
Menor	-0,25%				7,69%	20,00%	19			-325	-17

Fonte: Banco Central | Elaboração: Brasilprev

Em geral, a história das últimas duas décadas da política monetária brasileira revela uma assimetria entre os ciclos de alta e de baixa, com maior cautela e gradualismo quando há afrouxamento. No próximo ciclo, não deveremos observar um padrão diferente, até mesmo diante dos desafios vigentes, como os riscos da política fiscal e o mercado de trabalho, como já apontamos. Por outro lado, o dólar fraco no mundo tende a favorecer os bancos centrais de países emergentes, em um contexto de incertezas globais e seus impactos baixistas sobre o crescimento, potencializados pelos problemas intrínsecos da China. De todo modo, avaliamos que o próximo ciclo de queda da Selic não tende a levar o juro básico direto ao patamar neutro (estimado entre 9,0% e 10% nominal), mas sim com alguma possível pausa nos meses finais de 2026, enquanto o Banco Central obtém mais informações sobre o tema fiscal futuro. Abaixo, uma atualização com as nossas principais projeções macroeconômicas.

Tabela 3: Cenário macroeconômico Brasilprev

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
PIB (% ao ano)	-3,3	4,8	3,0	2,9	3,4	2,3	1,9
Taxa de desemprego (% médio)	13,8	13,2	9,3	8,0	6,8	6,0	6,5
IPCA (% ao ano)	4,5	10,1	5,8	4,6	4,8	4,5	4,2
IGP-M (% ao ano)	23,1	17,8	5,5	-3,2	6,5	-0,6	5,0
Câmbio (R\$/US\$, final de período)	5,20	5,58	5,22	4,84	6,19	5,50	5,60
Selic (% ao ano, final de período)	2,00	9,25	13,75	11,75	12,25	15,00	12,50

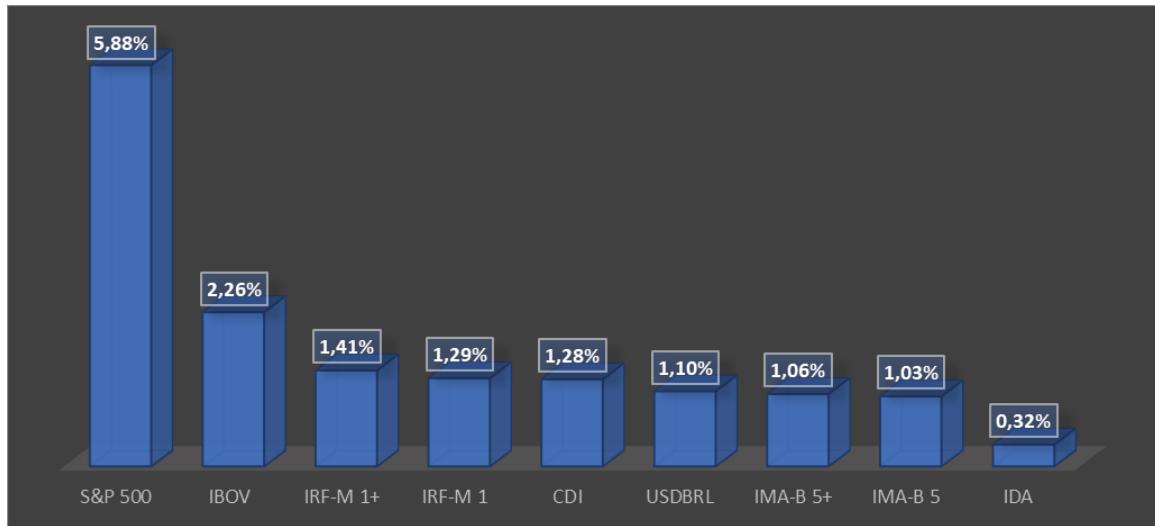
Fonte: IBGE, BCB, FGV | Elaboração: Brasilprev

Alocação

A ausência de dados econômicos atualizados nos EUA, em decorrência do *shutdown*, somada às tensões com a China, impulsionou a busca dos investidores por ativos seguros e levou ao fechamento da curva de juros americana. No entanto, a comunicação mais *hawkish* do Fed ao final do mês fez a curva devolver parte dos ganhos, reduzindo os cortes anteriormente precificados para 2026.

A bolsa americana, por sua vez, manteve-se sustentada pelo desempenho das empresas de tecnologia e pela resiliência do consumo. O cenário externo mais favorável para cortes de juros, aliado à desaceleração da inflação no Brasil, beneficiou os papéis prefixados, com o mercado antecipando o início do ciclo de afrouxamento monetário. Esse movimento também abriu espaço para valorização no mercado acionário, com o Ibovespa atingindo mais um recorde nominal.

Gráfico 2: Rentabilidade dos principais ativos em outubro/2025



Os sinais de uma economia ainda resiliente nos EUA, refletida no baixo endividamento das famílias, baixo desemprego e inflação acima da meta trazem incertezas quanto a continuidade do corte de juros pelo FED, o que sugere que a curva de juros americana deve continuar apresentando volatilidade. Diante da falta de visibilidade e do elevado custo de

oportunidade do CDI, mantemos posicionamento *under* em renda fixa americana e *over* em papéis corporativos de qualidade, emitidos por países emergentes.

Entendemos que o mercado acionário americano pode continuar sustentado por teses seculares, como inteligência artificial, mas o elevado *valuation* e a possibilidade de um ciclo mais curto de cortes pelo Fed levantam preocupações. Por isso, seguimos realizando gradualmente nossas exposições compradas.

No cenário doméstico, a expectativa de manutenção da taxa Selic até o final de 2025 reforça nossa preferência por pós-fixados, em detrimento dos papéis prefixados, que vêm apresentando enxugamento de prêmios, especialmente na parte curta da curva. Nos vencimentos intermediários e longos, embora ainda existam prêmios, a elevada incerteza fiscal e a proximidade das eleições reduzem a atratividade de um posicionamento aplicado no curto prazo.

Nossa preferência permanece pelas NTN-Bs, dado que a curva de juros reais segue em patamares atrativos, sobretudo nos vértices mais longos. A melhora observada na curva nominal ainda não se refletiu nesses papéis, devido à manutenção da Selic em níveis elevados, o que levou a um fechamento consistente da inflação implícita — com os vértices mais curtos já incorporando uma inflação dentro da meta. Apesar dos riscos, a característica híbrida e a convexidade desses papéis oferecem uma alternativa mais conservadora para capturar o ciclo de fechamento dos juros.

Em renda variável, acreditamos que o movimento de valorização dos ativos pode continuar. Até o momento, grande parte desse fluxo veio de investidores estrangeiros, o que abre espaço para maior participação dos investidores locais. A perspectiva de um ciclo de cortes à frente, ainda que gradual, reforça nossa preferência por empresas mais sensíveis à atividade doméstica, como varejo e construção civil. Em contrapartida, mantemos posicionamento *under* em *commodities* e no setor financeiro.

Tabela 4: Posicionamento por fatores de risco para novembro de 2025

