
BRASILPREV

Uma empresa BB Seguros

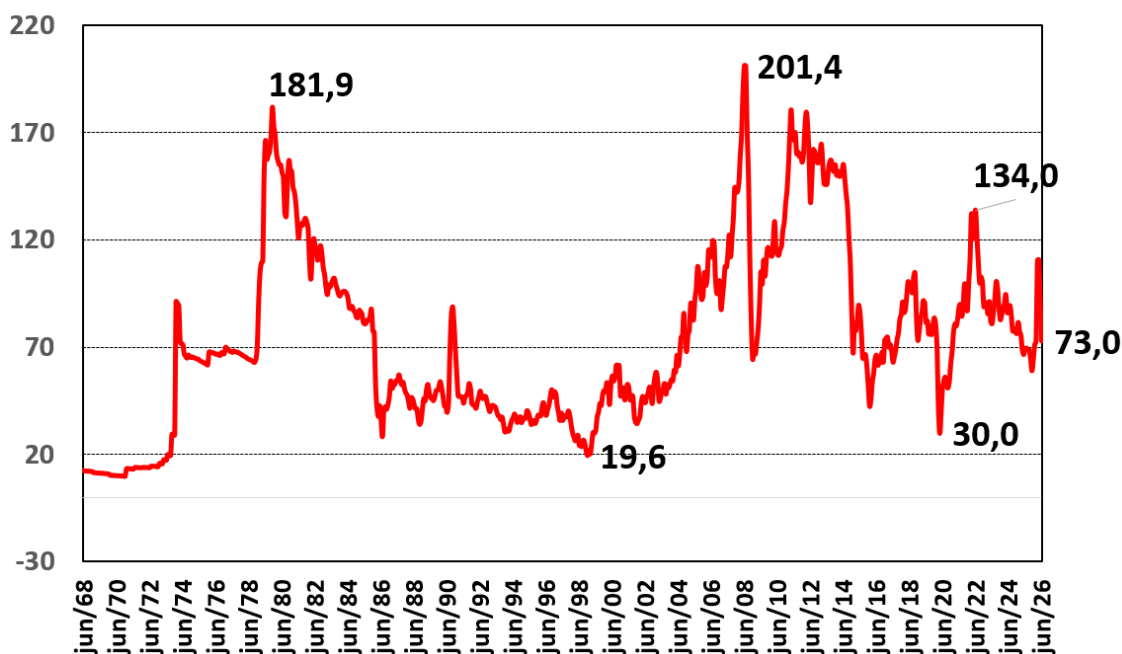
Carta do Gestor



Cenário Macroeconômico

Apesar da assinatura do memorando de entendimento entre as partes envolvidas no conflito do Oriente Médio, em 17/06, ainda não foi alcançado um acordo definitivo, enquanto o risco de reescalada permanece elevado. O documento prevê negociações no horizonte de 60 dias. Até lá, prevalece a percepção de um cessar-fogo frágil, com episódios de violação entre EUA e Irã, ao mesmo tempo em que os confrontos no sul do Líbano, envolvendo o Hezbollah, seguem ativos. Nesse contexto, houve recuperação relevante no fluxo de petróleo pelo Estreito de Ormuz, embora os volumes ainda permaneçam abaixo dos níveis considerados normais e observados até o fim de fevereiro. Ainda assim, as cotações da *commodity* retornaram rapidamente ao patamar pré-crise, em torno de US\$ 70 a US\$ 75/barril.

Gráfico 1: cotação do preço do petróleo Brent, a preços de junho de 2026, US\$/barril



Fonte: BIS, BLS, Bloomberg | Elaboração: Brasilprev

O recuo das cotações do petróleo para níveis próximos aos observados antes do conflito, constitui um dos principais eventos positivos na passagem para o segundo semestre do ano, ainda que possamos ter alguma elevação moderada nos próximos meses, a depender da percepção de risco geopolítico. Essa desescalada geopolítica tende a reduzir alguns dos riscos inflacionários vigentes, mas outros vetores de preocupação estão no radar, sobretudo por conta do advento do regime climático de El Niño. Há amplo consenso de que esse regime deverá persistir até 2027, com risco significativo de ocorrência em intensidade elevada, em linha com o episódio observado entre 2015 e 2016. O pico deverá ocorrer na passagem de 2026 para o próximo ano. Tal evento tende a gerar impactos relevantes para as safras em várias regiões do planeta, inclusive no Brasil, onde se espera mais chuva no Centro-Sul e mais seca no Centro-Norte. A volatilidade e irregularidade climática é um ponto de atenção a ser acompanhado.

Esse choque climático de oferta impacta a economia global em um momento no qual o mercado de trabalho mantém-se aquecido em vários países, a inflação continua acima da meta em várias jurisdições e a tendência é de ampliação dos gastos públicos. Embora a inteligência artificial tenha potencial para gerar ganhos expressivos de produtividade no longo prazo, no curto prazo pode elevar a demanda por energia elétrica, elementos de terras raras e profissionais especializados, o que não tende a aliviar as pressões de preços em horizontes mais curtos de tempo.

Há uma percepção crescente de persistência inflacionária maior do que a imaginada anteriormente, no ciclo de aperto monetário de 2022/2023. Esse consenso ganhou força com os impactos secundários do choque do petróleo deste ano em algumas economias relevantes. Assim, temos observado uma mudança nos discursos dos bancos centrais, que continuam apontando elevado nível de incerteza, mas estão cada vez mais preocupados com riscos inflacionários. No caso específico do Fed, as atenções estiveram voltadas em junho para a primeira decisão de política monetária sob o comando de Kevin Warsh. Não houve surpresas, com a taxa sendo mantida entre 3,5% e 3,75%, mas a comunicação do banco central mais importante do mundo sugere que os riscos de alta são, neste momento, mais elevados do que os de baixa. Continuamos acreditando que o mais provável será a manutenção desse patamar, pelo menos até o fim de 2026, mas é importante reconhecer que a precificação atual de mercado é

de pelo menos duas altas de 25 pontos-base. Ao mesmo tempo, Warsh impôs uma mudança considerável na comunicação da instituição, prometendo também uma revisão no arcabouço da política monetária, mas sem renunciar à meta atual de inflação, de 2,0%.

No que tange à outras decisões de juros tomadas no mês passado, vale destacar: (i) Banco Central Europeu (BCE) iniciou o ciclo de alta de juros, deixando as portas abertas para as próximas decisões; (ii) o Bank of England (BoE) optou por manutenção de juros, mas com dois votos dissidentes, a favor de elevação (ante 1 voto apenas, na reunião anterior); (iii) o Bank of Japan (BoJ) continuou normalizando a sua política monetária, elevando o juro para 1%, o maior nível em 30 anos, sinalizando novas altas; (iv) o Banco Central do México (Banxico) manteve o juro, corroborando a sinalização feita em maio, de fim de ciclo de afrouxamento; (v) o Reserve Bank of Australia (RBA) manteve o juro estável, depois três altas consecutivas. Pode-se dizer, em geral, que alguns bancos centrais tendem a elevar (ou continuar elevando) os juros nos próximos meses, enquanto outros têm um viés de manutenção por bastante tempo. Há um ambiente de divergência (assincronia) na política monetária global, mas também um forte consenso de que o espaço para novas quedas de juros é, neste momento, bastante limitado.

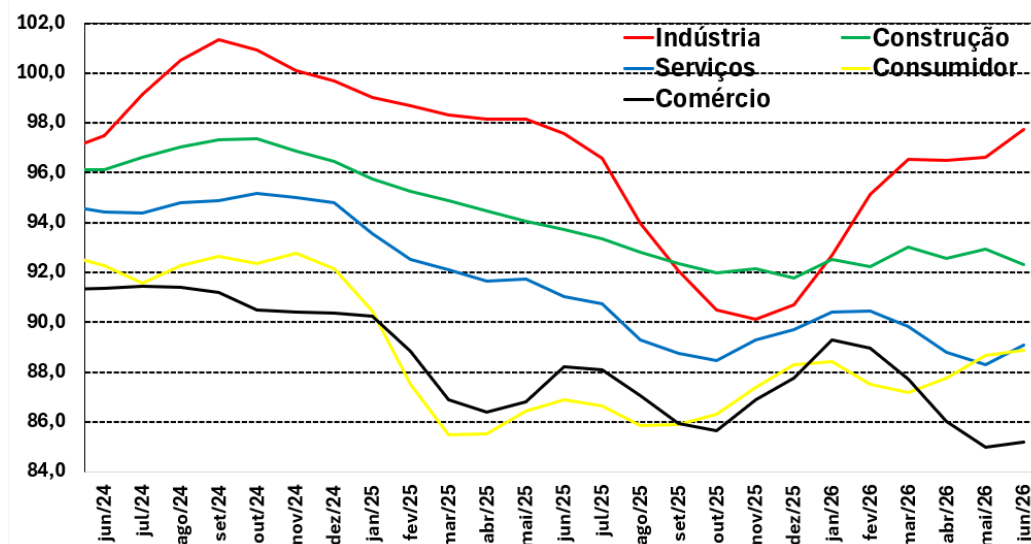
Duas questões-chave para pensarmos a política monetária futura nos países emergentes, inclusive no Brasil, são: (a) o Fed realmente poderá aumentar o juro; (b) se sim, em qual magnitude; e (c) o que ocorrerá com as condições financeiras globais? Podemos argumentar que eventuais elevações de juros, no ciclo atual, tendem a ser menores do que as observadas em 2022/2023, pois a predominância atual dos choques é de oferta e não de demanda e porque os bancos centrais não estão, agora, nos seus limites inferiores de juros, muito próximos a zero.¹

No Brasil, os primeiros indicadores de atividade econômica do segundo trimestre reforçam a percepção de desaceleração do crescimento do PIB, após a forte alta registrada entre janeiro e março, porém para patamar ainda acima do crescimento potencial estimado (em torno de 0,5% ao trimestre). O mercado de trabalho, por sua vez, tem apresentado sinais evidentes de moderação (principalmente com desaceleração na expansão da população ocupada), mas

¹ No final de junho, Christine Lagarde, presidente do BCE, fez discurso enfatizando esses pontos para o caso específico da Área do Euro. Contudo, as expectativas de inflação, naquela região, estão ancoradas próximas à meta (2,0%), o que não ocorre em várias outras regiões. O discurso está disponível em <http://ecb.europa.eu/press/key/date/2026/html/ecb.sp260629~cb5a2e2168.en.html>.

mantém-se bastante aquecido. Os indicadores industriais e de serviços de confiança econômica, por sua vez, sugerem que não há no curto prazo expectativas de desaceleração mais abrupta da economia, ainda que vejamos os impactos da política monetária restritiva como fatores a serem monitorados para acompanharmos a situação financeira de famílias e de empresas.

Gráfico 2: Indicadores de confiança econômica (nível neutro = 100), média móvel trimestral



Fonte: FGV | Elaboração: Brasilprev

No que tange à inflação, os dados mais recentes dos IGPs têm apresentado um comportamento benigno, com deflação nas últimas leituras, após o registro de variações mais pressionadas entre março e abril, no auge do choque de petróleo. Os preços ao consumidor, por sua vez, estão menos pressionados nas últimas leituras, passando de um IPCA médio de 0,8% entre março e abril, para 0,5% em maio e junho. Entretanto, o qualitativo dessa categoria de índice de preços continua mostrando serviços pressionados, ao mesmo tempo em que as expectativas de inflação, capturadas na Pesquisa Focus, continuam bem desancoradas para o médio prazo, ainda que tenham parado de piorar.

Nesse contexto, o Banco Central do Brasil reduziu a taxa Selic em 25 pontos-base em sua última reunião, para 14,25%, em linha com o que nós esperávamos, assim como a maior parte do mercado. Essa decisão, porém, veio com um discurso bastante duro, refletindo a piora das projeções de inflação para o horizonte relevante de política monetária, que é o quarto trimestre

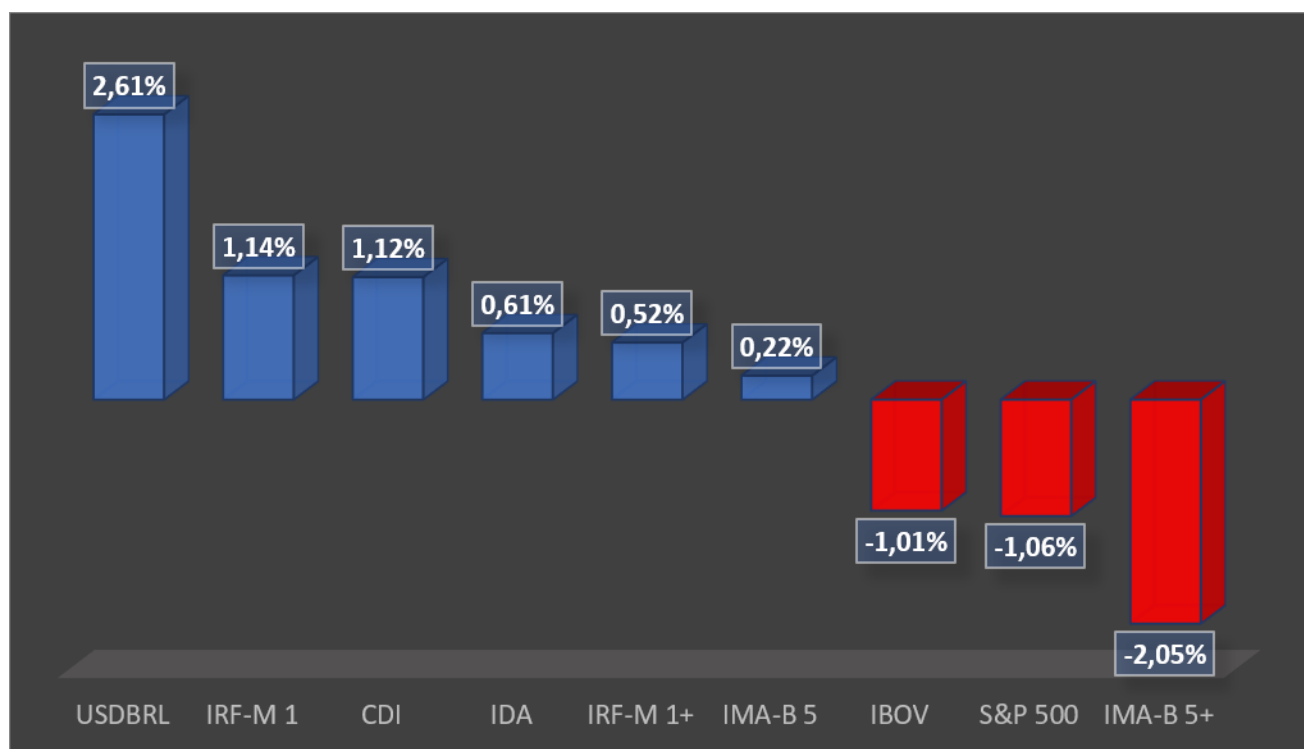
de 2027, e a explicitação da assimetria altista no balanço de riscos para a inflação. Assim, a comunicação veio compatível com uma manutenção e não redução de juros. O Comitê de Política Monetária (Copom) chegou, inclusive, a avaliar trajetórias alternativas de juros, incluindo algumas com “variações abruptas de direção e de grande magnitude” necessárias para a convergência da inflação à meta no horizonte relevante, mas que levariam a inflação para patamar abaixo da meta no início de 2028, que será o novo horizonte relevante na reunião de agosto. Enfatizando (1) o elevado nível de incertezas nas projeções; (2) que tem confiança na transmissão defasada da política monetária; (3) que os choques de oferta tendem a se dissipar; e (4) que os riscos de inflação altista são elevados, mas o de crescimento muito mais baixo também são, o colegiado optou em reduzir a taxa básica, deixando as portas abertas para a próxima decisão. Entretanto, o discurso, em geral, sugere haver espaço limitado para muitas outras quedas, motivo pelo qual trabalhamos, agora, com Selic de 14% no final deste ano.

Não descartamos que o Copom realize mais uma redução da Selic em agosto, o que fica condicional, naturalmente, à evolução do cenário. Mesmo que o faça, acreditamos que o mais provável, na sequência, será manter o juro básico em patamar estável por algum tempo, enquanto avalia melhor a magnitude da desaceleração da atividade econômica doméstica e a evolução das expectativas de inflação. Cortes mais evidentes de juros deverão ocorrer somente em 2027, o que dependerá do cenário global e dos sinais pós-eleições para a política fiscal. Avaliamos que, a depender desses vetores, podemos ter uma Selic de 12% no final do próximo ano.

Alocação

O mercado financeiro em junho foi marcado por um paradoxo: o petróleo caiu, em meio ao avanço das negociações entre EUA e Irã, mas os mercados continuaram incorporando um cenário de política monetária restritiva por mais tempo, diante da resiliência da atividade econômica e da dificuldade de convergência da inflação às metas dos bancos centrais ao redor do mundo. Nesse contexto, o dólar se fortaleceu globalmente, os juros abriram e as bolsas encerraram em patamar negativo, ainda que tenham apresentado alívio nas últimas semanas do mês.

Gráfico 3: Rentabilidade dos principais ativos financeiros em junho/2026



Fonte: Bloomberg | Elaboração Brasilprev

Em renda fixa local, observamos um movimento de inclinação na curva nominal. O Banco Central iniciou o ciclo de flexibilização, mas as expectativas para cortes adicionais tornaram-se limitadas. Acreditamos que a autoridade monetária permanecerá dependente de dados para dar

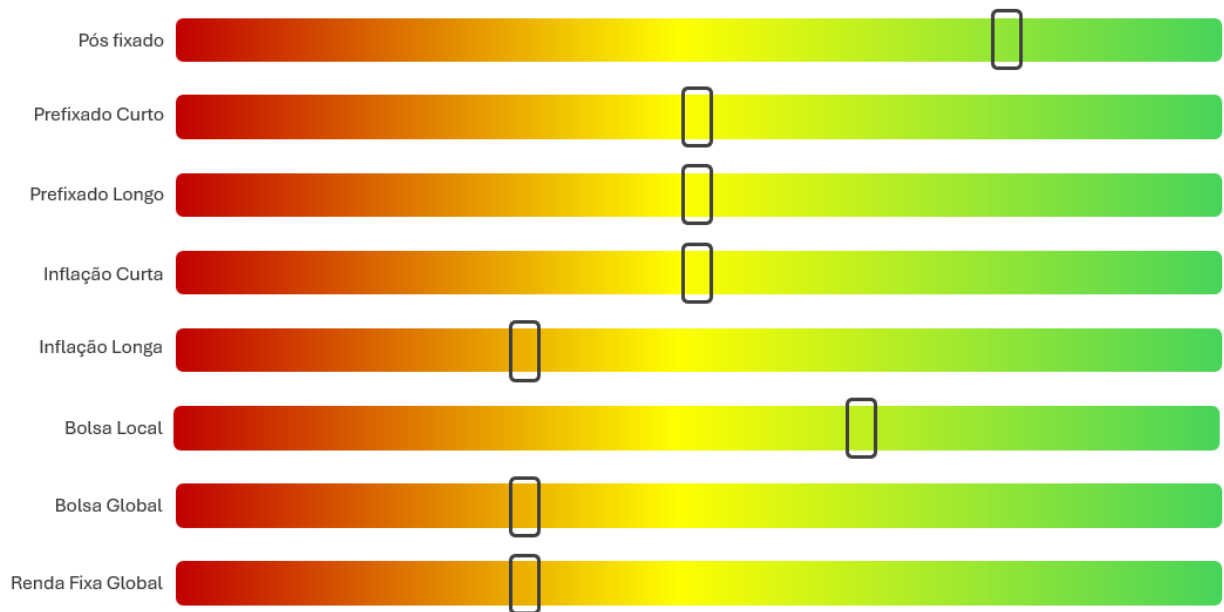
continuidade ao ciclo e não vemos prêmio relevante em vértices curtos, considerando o ambiente de inflação pressionada e expectativas desancoradas.

Nos prefixados longos, aproveitamos o alívio observado na segunda metade do mês, para reduzir nossas exposições. Apesar da recomposição de prêmio, a incerteza do cenário atual ainda não oferece conforto suficiente para aumentar posições aplicadas, e preferimos um posicionamento neutro.

Em relação aos ativos atrelados a inflação, realizamos uma recomposição de *duration*, diminuindo nossa posição em NTN-B longas, migrando para as mais curtas. Embora a classe tenha voltado a oferecer taxas historicamente atrativas, fatores como a menor liquidez dos vértices longos, a abertura das taxas reais nos EUA (TIPS) e as discussões acerca da sustentabilidade fiscal do país ainda justificam uma postura mais conservadora. Assim, mantemos preferência por exposições que combinem proteção inflacionária com menor sensibilidade aos movimentos de mercado.

Na bolsa brasileira, retomamos o aumento gradual em nossas posições. O mercado local continua negociando a múltiplos descontados quando comparado a padrões históricos e a outros mercados, enquanto diversas empresas apresentam fundamentos sólidos e geração consistente de caixa. Permanecemos, contudo, seletivos, priorizando companhias com balanços resilientes e maior capacidade de navegar um cenário ainda desafiador.

No exterior, optamos por reduzir a exposição em bolsa americana, diante da avaliação de que os níveis de preço passaram a incorporar premissas excessivamente otimistas. Entendemos que esse cenário reflete um estágio mais avançado do ciclo de investimentos em inteligência artificial que tende a apresentar alguma moderação adiante, podendo limitar a continuidade do ritmo excepcional de crescimento recente e elevar o risco de frustração nas expectativas. Além disso, a perspectiva da retomada de alta de juros pelo FED é um vetor potencial de reprecificação dos ativos.

Tabela 2: Posicionamento por fatores de risco para julho de 2026*Elaboração Brasilprev*