
BRASILPREV

Uma empresa BB Seguros

Carta do Gestor



Cenário Macroeconômico

Se julho foi marcado pela reprecificação dos riscos geopolíticos e pela continuidade das discussões em torno da política monetária norte-americana, agosto trouxe um novo elemento ao centro do debate: a forte elevação das taxas de juros de longo prazo nos Estados Unidos. Em um ambiente de déficits fiscais elevados, aumento da necessidade de financiamento do Tesouro norte-americano e persistência de incertezas inflacionárias, os rendimentos das *Treasuries* voltaram a subir de forma relevante, ampliando o aperto das condições financeiras globais. Esse movimento, também observado em outros países desenvolvidos, ocorreu mesmo sem alterações na taxa básica de juros do Federal Reserve e reforçou a percepção de que o nível dos juros globais poderá permanecer mais elevado por um período prolongado.



Fonte: Bloomberg | Elaboração: Brasilprev

Nesse contexto, chamou atenção a atuação das autoridades norte-americanas e japonesas no mercado financeiro. O Tesouro dos Estados Unidos anunciou a ampliação do programa de recompra de títulos de longo prazo, buscando melhorar as condições de liquidez em determinados segmentos da curva, enquanto o Japão voltou a intervir, com apoio norte-americano, no mercado cambial, para conter movimentos excessivos de depreciação do iene. A combinação de um Banco do Japão ainda comprometido com a normalização gradual da política monetária e de intervenções cambiais recorrentes evidencia a dificuldade das autoridades em administrar os efeitos de uma divergência persistente entre as taxas de juros japonesas e norte-americanas.

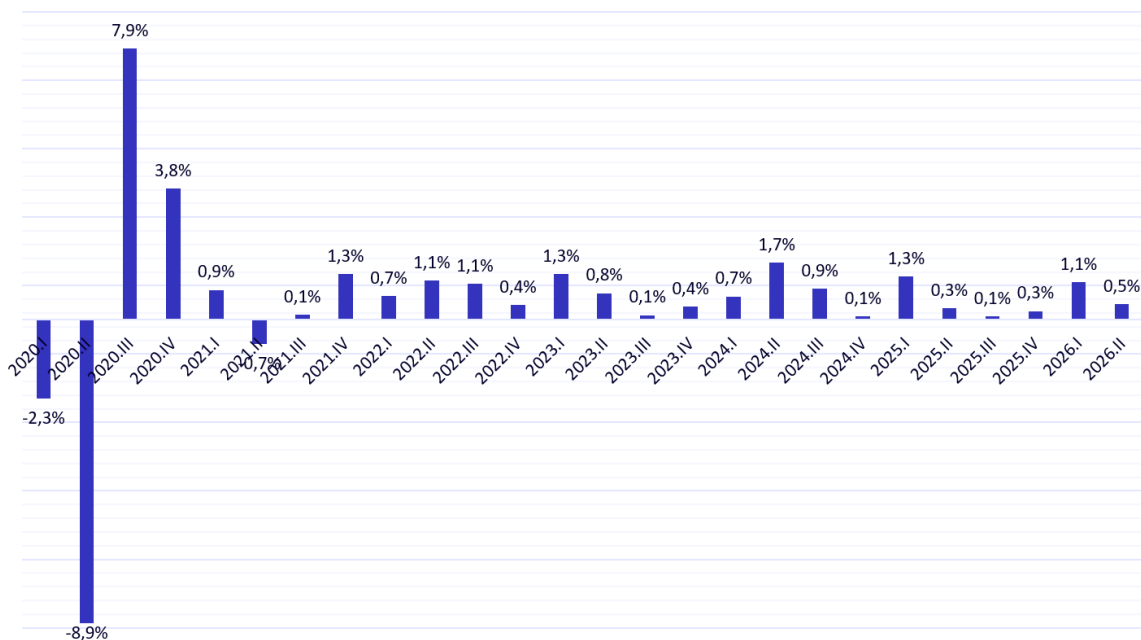
As discussões no seminário anual de Jackson Hole, no final de agosto, revelaram muito do que é a função de reação de Kevin Warsh. O novo presidente do Fed explicitou que prioriza riscos inflacionários. Embora os dados recentes de atividade tenham mostrado algum grau de moderação, a mensagem predominante foi a de cautela. O debate deixou claro que a autoridade monetária não considera encerrada a possibilidade de novo aperto monetário, caso a inflação volte a surpreender ou caso as expectativas se mostrem menos comportadas. Mais importante do que a probabilidade imediata de uma elevação de juros foi a sinalização de que a taxa neutra da economia norte-americana pode ser mais alta do que se imaginava anteriormente, o que também ajuda a explicar o comportamento da parte longa da curva de juros. Acreditamos, agora, que o banco central dos EUA tende a subir os juros, não seguindo o padrão histórico de altas de pelo menos 175 bps, mas um ou dois ajustes para retomar a credibilidade.

Paralelamente, os riscos geopolíticos continuam elevados. Os conflitos no Oriente Médio permanecem como uma fonte importante de incerteza para os mercados, especialmente diante dos riscos para a oferta global de energia. Embora o mercado de petróleo tenha oscilado ao longo do mês, a permanência de prêmios geopolíticos nos preços da commodity reforça a necessidade de cautela, sobretudo para economias emergentes mais sensíveis a choques de inflação e à volatilidade financeira internacional.

No Brasil, o PIB do segundo trimestre de 2026 registrou alta de 0,5% na margem, após a forte expansão de 1,1% registrada na leitura anterior. Esse resultado, que veio relativamente alinhado ao esperado, levou a expansão acumulada em quatro trimestres a 1,9%, a menor desde

o primeiro trimestre de 2021, o que evidencia uma inequívoca trajetória de desaceleração. Trata-se de um movimento necessário, mas não suficiente por si só, para desinflacionar ainda mais a economia brasileira. Ao mesmo tempo, o *carry-over* para 2026 é de 1,8%, o que nos sugere uma expansão estimada para o ano em torno de 1,9%, que é a nossa projeção.

Crescimento trimestral do PIB no Brasil, em %



Fonte: IBGE | Elaboração: Brasilprev

A expansão do PIB entre abril e junho foi impulsionada pelo desempenho da agropecuária, favorecido por soja, café e carnes. A indústria e os serviços avançaram muito pouco, desacelerando ante os dados anteriores. Importante destacar que, no caso do setor secundário, apenas as indústrias extrativas (petróleo e gás, principalmente) e de construção registram alta. No caso do setor secundário o resultado só não foi pior por conta das performances positivas de informação e transportes.

Sob a ótica da demanda, o destaque positivo ficou por conta da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), favorecida pela importação e bens de capital e o desenvolvimento de software, além do avanço na construção civil, que compensaram parte do desempenho mais fraco na produção interna de bens de capital. O consumo das famílias, por sua vez, recuou no período,

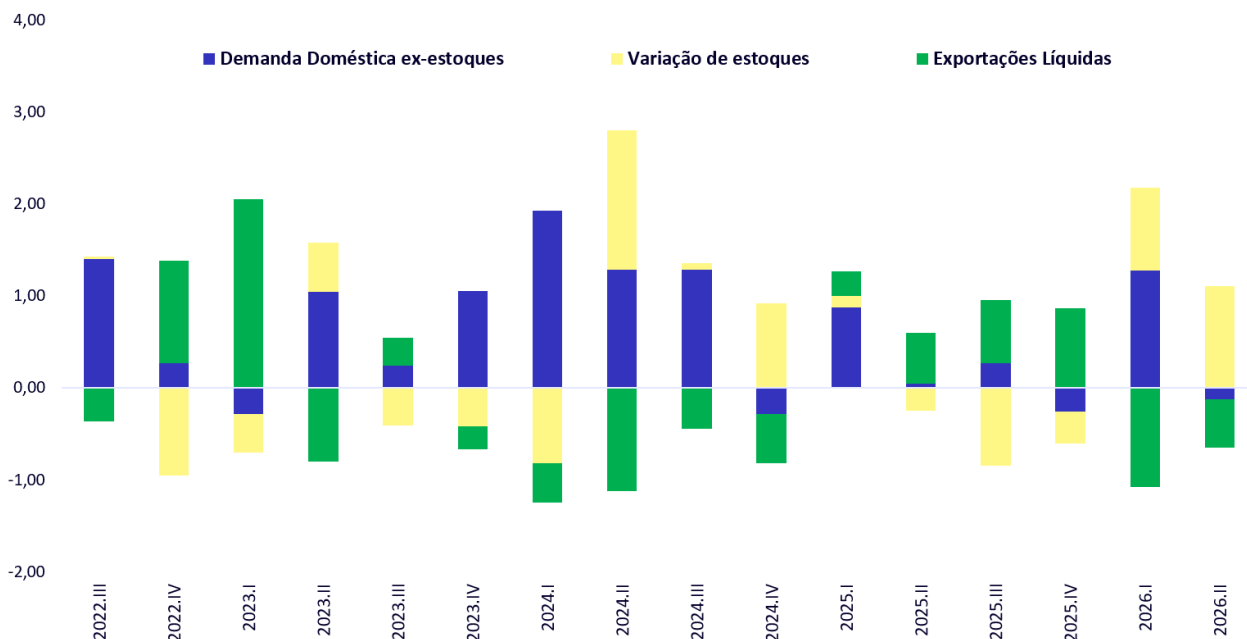
provavelmente refletindo o endividamento elevado dos consumidores. Estimamos que a absorção doméstica excluindo variação de estoques tenha ficado estável no segundo trimestre, reforçando a nossa visão de desaceleração da demanda. A absorção doméstica só avançou por conta da variação de estoques, componente volátil que tende a puxar para baixo o PIB nos trimestres à frente.

Variação trimestral do PIB, na margem

	VARIAÇÃO TRIMESTRAL DO PIB							
	2024.III	2024.IV	2025.I	2025.II	2025.III	2025.IV	2026.I	2026.II
PIB	0,9%	0,1%	1,3%	0,3%	0,1%	0,3%	1,1%	0,5%
Agro	0,5%	-2,2%	16,1%	-3,2%	0,5%	0,7%	2,3%	2,8%
Indústria	0,6%	0,3%	0,0%	0,7%	0,6%	-0,7%	1,2%	0,1%
Serviços	0,8%	0,0%	0,3%	0,8%	0,3%	0,6%	0,4%	0,2%
Consumo	1,3%	-0,6%	0,2%	0,8%	-0,1%	0,1%	0,8%	-0,4%
Governo	0,5%	-1,0%	1,5%	0,0%	1,3%	1,0%	0,4%	0,4%
Investimentos	2,3%	1,3%	2,2%	-1,9%	0,7%	-3,8%	3,4%	1,2%
Exportações	-1,6%	-2,2%	4,5%	1,8%	3,3%	3,8%	-2,1%	-0,8%
Importações	1,8%	0,8%	3,4%	-2,5%	0,5%	-1,1%	4,2%	1,8%
Absorção Doméstica								
Com estoques	1,38%	0,64%	1,00%	-0,21%	-0,59%	-0,61%	2,18%	0,99%
Sem estoques	1,31%	-0,29%	0,88%	0,05%	0,26%	-0,26%	1,28%	-0,12%

Fonte: IBGE | Elaboração: Brasilprev

Contribuições das demandas doméstica e externa para o crescimento trimestral do PIB, em ponto percentual



Fonte: IBGE | Elaboração: Brasilprev

Olhando para frente, continuamos avaliando que a tendência de desaceleração continuará em curso, ainda que moderadamente. O viés, a nosso ver, é de um movimento mais acelerado de piora da atividade econômica, diante de: (i) política monetária contracionista por período prolongado, com impactos sobre condições financeiras de famílias e empresas; (ii) elevados endividamento e comprometimento de renda das famílias; (iii) dissipação de estímulos no pós-eleição; (iv) elevado nível de incerteza sobre a política fiscal e o cenário global, com impactos já observados na confiança dos agentes econômicos; (v) impactos (baixistas) do El Niño sobre a produção. O mercado de trabalho, em particular, tem apresentado sinais de moderação, refletindo essa tendência para a atividade econômica.

No âmbito da inflação, os dados de curto prazo continuam vindo favoráveis. Ainda que a deflação observada no IPCA-15 de agosto tenha sido temporária, por conta dos efeitos do bônus de Itaipu, a abertura dos dados mostra um qualitativo melhor do que o observado alguns meses atrás, inclusive nos preços de serviços, que continuam crescendo em nível elevado, mas menor

do que no passado recente. As expectativas de inflação, capturadas pela Pesquisa Focus, continuam bastante desancoradas, mas pararam de piorar. Os riscos inflacionários, contudo, mantêm-se elevados para os próximos meses, por conta de: (1) potencial efeito altista do El Niño sobre preços de alguns produtos agrícolas; (2) impactos do fim da jornada 6x1; (3) mercado de trabalho ainda aquecido (apesar da moderação, como apontado anteriormente); (4) riscos geopolíticos e preço do petróleo; (5) impactos de uma crescente possibilidade de elevação de juros nos EUA sobre o câmbio de países emergentes.

Nesse ambiente, entendemos que o Banco Central deverá preservar uma postura de cautela, a ser materializada com movimentos mínimos de redução da Selic. Mudamos o nosso cenário de Selic em final de 2026, de 13,75% para 13,50%, acreditando que o espaço para quedas adicionais só será conhecido a cada reunião, a depender da evolução do cenário. A comunicação recente do Comitê de Política Monetária (Copom) sugere compromisso com a convergência da inflação à meta, mas sem sinalização prévia para os próximos passos da política monetária. Em nossa avaliação, a desaceleração da atividade econômica continuará sendo um elemento importante do debate, ao lado da evolução das expectativas e do comportamento do cenário externo. Assim, o Banco Central tende a manter as portas abertas para as próximas decisões, reforçando a dependência dos dados em um ambiente ainda marcado por elevada incerteza.

Cenário macroeconômico Brasilprev

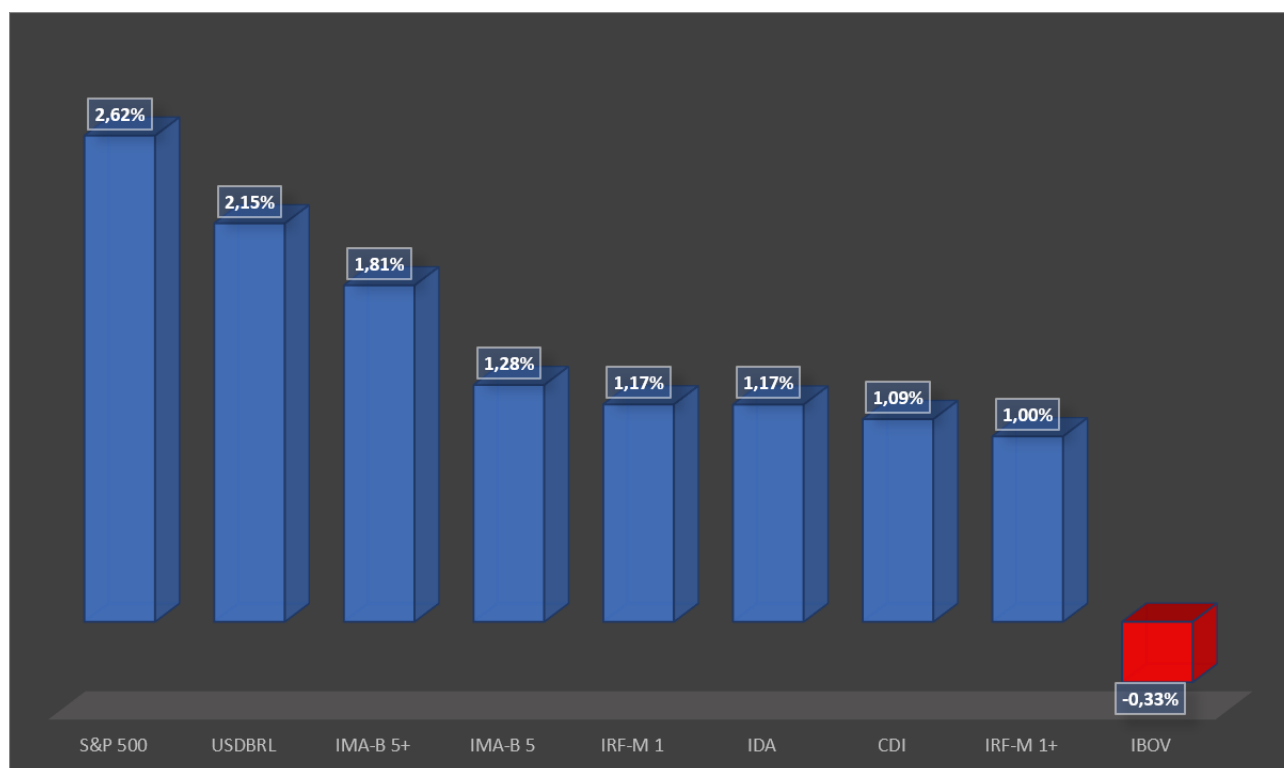
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
PIB (% ao ano)	-3,3	4,8	3,0	2,9	3,4	2,3	2,0	1,6
Taxa de desemprego (% médio)	13,7	14,0	9,6	7,7	6,6	5,6	5,5	6,2
IPCA (% ao ano)	4,5	10,1	5,8	4,6	4,8	4,3	5,0	3,9
IGP-M (% ao ano)	23,1	17,8	5,5	-3,2	6,5	-1,0	4,5	5,0
Câmbio (R\$/US\$, final de período)	5,20	5,58	5,22	4,84	6,19	5,50	5,30	5,40
Selic (% ao ano, final de período)	2,00	9,25	13,75	11,75	12,25	15,00	13,50	12,00

Elaboração: Brasilprev

Alocação

O ambiente internacional de agosto foi marcado pela abertura das curvas longas de juros nos países desenvolvidos e pelo enfraquecimento do dólar globalmente. Contudo, o real apresentou desempenho fraco, pressionado pela saída de investidores estrangeiros, descolando de seus pares emergentes. Já o contexto do mercado doméstico contribuiu para novos fechamentos na curva de juros.

Rentabilidade dos principais ativos financeiros em agosto/2026



Fonte: Bloomberg | Elaboração Brasilprev

A curva de juros prefixada encontrou suporte nos dados benignos de inflação e moderação da atividade econômica, favorecendo as posições aplicadas que carregamos nos papéis curtos, que passaram a incorporar a possibilidade de cortes da taxa Selic para além da

reunião de setembro. Aproveitamos o movimento para realizar parcialmente os ganhos e migrar parte da exposição para vértices mais longos da curva, onde observamos uma inclinação exagerada.

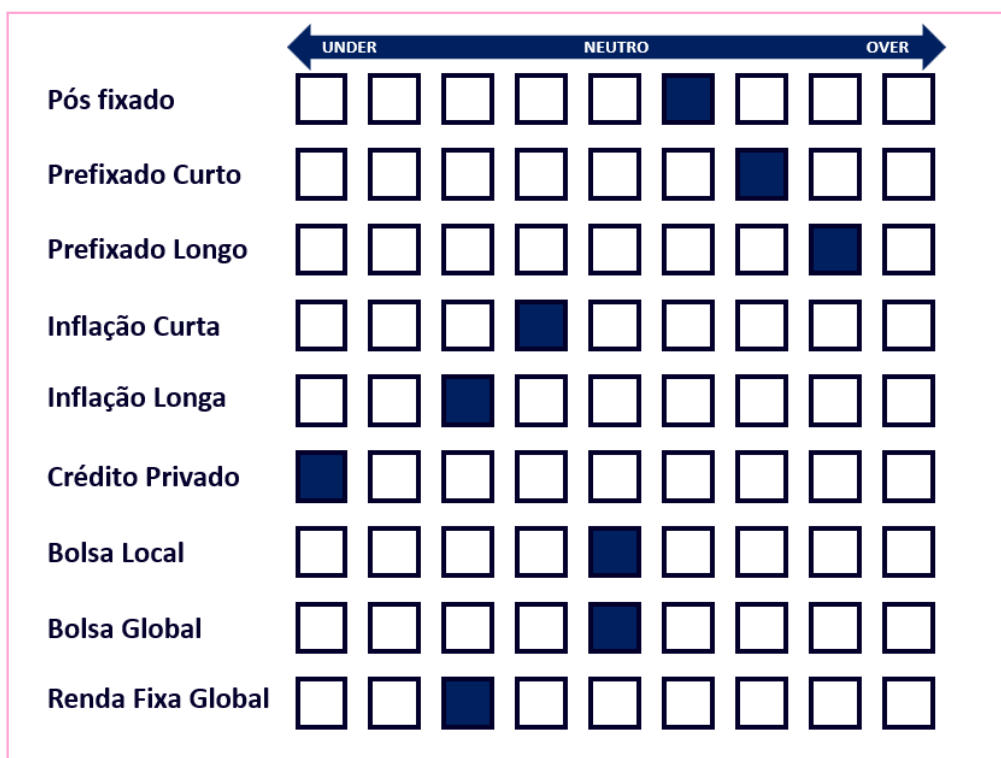
Em relação às NTN-Bs, seguimos mais cautelosos. Avaliamos que os níveis atuais de inflação implícita e, principalmente, as elevadas taxas reais americana, aumentam os riscos da classe. Em nosso cenário base, os prefixados continuam oferecendo melhor assimetria de retorno, especialmente em um ambiente de inflação mais benigna.

Na parcela de crédito privado, mantemos alocação *underweight*. Embora os fundamentos corporativos permaneçam, em geral, saudáveis, observamos um ambiente de maior seletividade, marcado por deterioração das condições de crédito e *spreads* próximos das mínimas históricas. Dessa forma, entendemos que a remuneração oferecida atualmente não compensa adequadamente os riscos assumidos.

No mercado doméstico de renda variável, o Ibovespa apresentou desempenho inferior aos principais índices globais, refletindo principalmente a forte saída de capital estrangeiro e um ambiente internacional menos favorável para ativos de risco. Ainda assim, entendemos que parte relevante dessa correção decorreu de fatores técnicos e de fluxo, e não de uma deterioração proporcional dos fundamentos. Com *valuations* mais descontados e um prêmio de risco ainda elevado, seguimos enxergando uma assimetria favorável para a bolsa brasileira no médio prazo, razão pela qual preservamos posições compradas táticas.

Nos Estados Unidos, o mercado acionário seguiu resiliente ao longo de agosto, sustentado pela continuidade do crescimento dos lucros corporativos. Por outro lado, os múltiplos seguem em níveis historicamente elevados, limitando o potencial de expansão adicional. Diante desse quadro, mantemos postura neutra para a renda variável americana.

Posicionamento por fatores de risco para setembro de 2026



Elaboração Brasilprev