BRASILPREV

Uma empresa BB Seguros

Carta do Gestor



www.brasilprev.com.br

Cenário Macroeconômico

Em setembro confirmou-se a percepção de ajuste na política monetária do Fed. Sem surpresas, o banco central norte-americano elevou a taxa básica de juros em 0,25 ponto percentual, para o intervalo entre 3,75% e 4,00%, na primeira alta desde 2023. A decisão foi unânime e refletiu a avaliação de que a inflação permanece elevada, ao mesmo tempo em que a economia e o mercado de trabalho continuam fortes. Os dados recentes de atividade, por sinal, têm vindo acima do esperado, abrindo espaço para o FOMC reforçar seu compromisso com a estabilidade de preços.

Olhando para frente, reconhecemos que a mudança na estratégia comunicacional do Fed de Kevin Warsh, no sentido de ser menos transparente sobre suas intenções, gera desafios para o apreçamento da política monetária na curva de juros. Contudo, avaliamos que o contexto atual sugere mais um ajuste moderado na taxa de juros do que um ciclo seguindo os padrões históricos. Alguns argumentos para isso são: (i) o juro atual não parece estar abaixo do patamar neutro, ou seja, não está expansionista, ao contrário do que foi observado no ciclo de 2022; (ii) o mercado de trabalho, que constitui o outro mandato do Fed, está próximo do equilíbrio; (iii) a inflação atual é explicada, também, por fatores ligados à oferta, como a tarifas comerciais e a redução na oferta de trabalho imigrante; (iv) a onda de IA tem gerado maior demanda por recursos financeiros na economia e por recursos naturais, pressionando preços do crédito e de algumas commodities, mas há também ganhos de produtividade, com pressão baixista sobre o custo unitário do trabalho.

Sob uma ótica mais ampla, incluindo também o Tesouro dos EUA, há a manifestação explícita de autoridades pedindo redução dos desequilíbrios de juros em relação ao Japão, o que tende a significar redução e não aumento do diferencial de juros entre os dois países. Assim, acreditamos que o Fed deverá fazer apenas mais um ajuste, que deve ocorrer em dezembro, mantendo a taxa de juros constante ao longo de 2027.

Ciclos Históricos de Aperto Monetário do Fed

Início do ciclo	Taxa inicial [%]	Nº elevações	Fim do ciclo	Taxa final [%]	Magnitude [pb]	Meses subindo	Ritmo médio [pb]
mar/1971	3,50	2	ago/1971	5,75	225	6	113
mar/1972	3,50	8	ago/1973	11,00	750	18	94
mar/1974	9,00	3	mai/1974	13,00	400	3	133
jun/1975	5,25	1	jul/1975	6,50	125	1	125
abr/1976	4,75	2	mai/1976	5,50	75	2	38
dez/1976	4,75	19	out/1979	15,50	1075	35	57
fev/1980	14,00	2	mar/1980	20,00	600	2	300
ago/1980	9,50	4	nov/1980	18,00	850	4	213
mai/1981	16,00	1	mai/1981	20,00	400	1	400
jan/1982	12,00	1	jan/1982	15,00	300	1	300
set/1982	9,50	1	set/1982	10,00	50	1	50
mai/1983	8,50	1	mai/1983	9,63	112	1	112
mar/1984	9,50	3	ago/1984	11,75	225	6	75
fev/1985	8,25	1	fev/1985	9,00	75	1	75
ago/1985	7,75	1	ago/1985	8,00	25	1	25
mai/1986	6,75	1	mai/1986	6,88	12	1	12
dez/1986	5,88	4	set/1987	7,25	138	10	35
mar/1988	6,50	8	fev/1989	9,75	325	12	41
fev/1994	3,00	7	fev/1995	6,00	300	13	43
mar/1997	5,25	1	mar/1997	5,50	25	1	25
jun/1999	4,75	6	mai/2000	6,50	175	12	29
jun/2004	1,00	17	jun/2006	5,25	425	25	25
dez/2015	0,25	9	dez/2018	2,50	225	37	25
mar/2022	0,25	11	jul/2023	5,50	525	17	48

Período	Taxa Inicial	Nº Elevações	Taxa Final	Magnitude	Meses	Ritmo Médio
Média	6,64	5	10	310	9	100
Média pós-1994	2,42	9	5	279	18	32
Média pós-crise 2008	0,25	10	4	375	27	36

Fonte: Bloomberg | Elaboração: Brasilprev

Na Área do Euro, a taxa de depósito subiu pela segunda vez no ano, para 2,5%, após o início do ajuste em junho. Ainda que as portas tenham sido deixadas em aberto para as reuniões subsequentes de política monetária, o discurso adotado pelas autoridades reforça que, neste momento, a preocupação maior é com a inflação. Trabalhamos, neste caso, com um cenário com mais um ou dois ajustes. No Japão, o ciclo de normalização da política monetária, iniciado em março de 2024, continua em curso, com o juro avançando para 1,25%, maior nível desde abril de 1995, e sinalização explícita de novas altas à frente. Neste caso, a taxa deve atingir 2,0% até o final do próximo ano. Essa percepção de elevação dos juros de curto prazo nas principais economias está sujeita, naturalmente, a vários fatores que determinarão as magnitudes desse processo. O mercado de trabalho continua apertado em várias geografias, ao mesmo tempo em que tensões geopolíticas ainda pesam sobre o preço do petróleo e seus derivados, sobretudo o diesel.

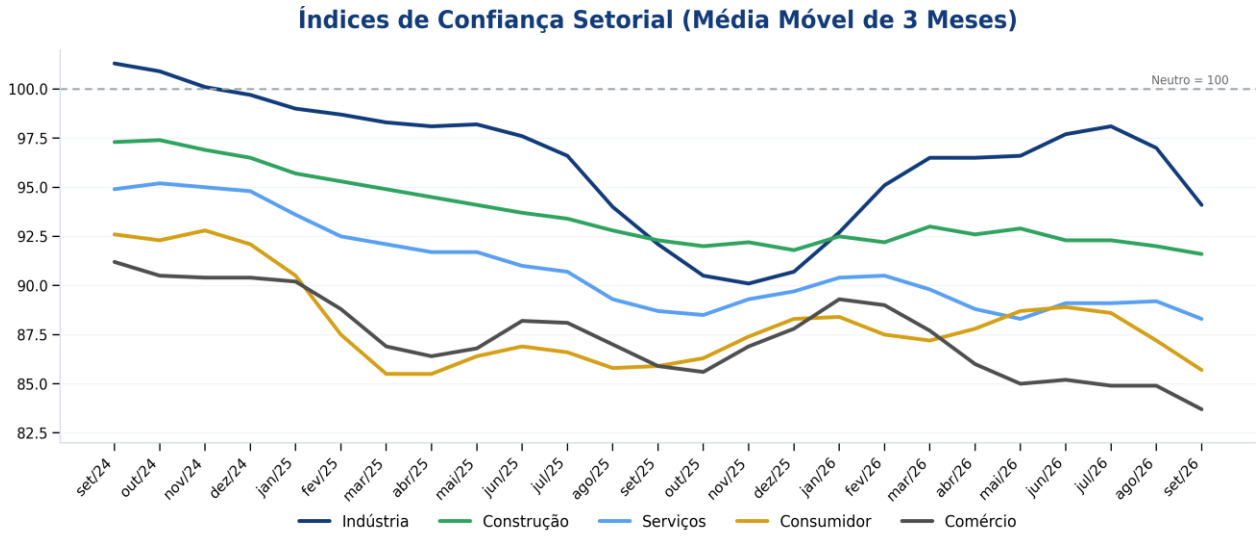
Se os juros de curto prazo tendem a subir relativamente menos do que visto em outros ciclos de aperto monetário, as taxas de longo prazo tendem a continuar bastante pressionada, refletindo principalmente a expectativa de deterioração fiscal em vários países e a maior competição entre empresas de tecnologia e governos por recursos financeiros. Naturalmente, essa pressão sobre os juros longos tende a retroalimentar os desafios fiscais quando pensamos em novas emissões de dívida pública. Nesse sentido, acreditamos que as condições financeiras internacionais estarão mais apertadas em 2027, o que aumenta ainda mais a necessidade de retomada de reformas econômicas e consolidação fiscal em países emergentes.

No Brasil, o Comitê de Política Monetária (Copom) reduziu a Selic em 0,25 ponto percentual, de 14,00% para 13,75% ao ano. A decisão, que não surpreendeu o mercado, foi acompanhada por uma comunicação muito similar àquela feita na decisão anterior de juros. Fatores como a continuidade da desaceleração na atividade econômica e nas métricas de inflação de curto prazo ajudam a explicar esse espaço para afrouxamento por parte do Banco Central. Avaliamos que a autoridade monetária reduzirá a taxa básica nas duas últimas reuniões de 2026, atingindo 13,25% em dezembro. Depois disso, trabalhamos com um período de estabilidade nesse patamar e retomada dos cortes no segundo trimestre do próximo ano, até alcançar 12,0% no encerramento de 2027.

Por um lado, a piora nas condições financeiras internacionais, via taxa de câmbio, e a desancoragem das expectativas de inflação tendem a restringir o espaço para uma queda mais rápida da Selic. Avaliamos que uma eventual materialização de riscos altistas para a inflação nos próximos meses poderia gerar um impacto superior a 1 ponto percentual a mais no IPCA, ainda que distribuído ao longo do tempo. Tais riscos estão relacionados a fatores como o preço do petróleo e outros custos empresariais e efeitos de um *El Niño* mais intenso e prolongado do que o esperado.

Por outro, o risco de uma desaceleração mais intensa da atividade econômica, se confirmado, pode acelerar o atingimento de um patamar de juros mais próximo a 12%. Projetamos expansão de 1,5% para o PIB do próximo anos, com viés de baixa. Esse é um risco crescente que temos apontado em nossas análises. Os dados mais recentes reforçam essa

preocupação, com desaceleração moderada do crédito, piora no comprometimento de renda das famílias, moderação na geração de postos de trabalho e redução da confiança de consumidores e empresários, refletindo incertezas sobre o cenário global e relacionadas à condução da política fiscal nos próximos trimestres.



Fonte: FGV | Elaboração: Brasilprev

Não vislumbramos, neste momento, uma recessão técnica na economia brasileira, definida como uma sequência de pelo menos dois trimestres consecutivos de contração do PIB na margem. Entretanto, estamos cada vez mais preocupados com os riscos de uma desaceleração mais forte. Esse cenário, por sua vez, se materializado, poderia abrir espaço para uma mudança no ritmo de redução da Selic, ao apontar, pelas defasagens de política monetária, um enfraquecimento da inflação em horizontes mais amplos.

Um outro ponto a considerar na análise prospectiva é a sinalização sobre a política fiscal nos próximos meses, sobretudo após o ciclo eleitoral. Sinalizações de ajustes críveis para estabilizar a relação dívida/PIB tendem a reduzir os prêmios de risco e, consequentemente, a abrir maior espaço para quedas de juros, de mercado e por parte do Banco Central. Esse espaço tende a ser tão maior quanto mais fraco estiver o dólar ante outras moedas, favorecendo uma apreciação mais evidente da nossa taxa de câmbio.

Cenário macroeconômico Brasilprev

Cenário Macroeconômico | Projeções

Indicador	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	1,5
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	5,1	4,0
IGP-M (% ao ano)	23,1	17,8	5,5	-3,2	6,5	-1,0	5,3	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	13,25	12,00

Elaboração: Brasilprev

Alocação

A abertura das curvas longas de juros nas principais economias e a percepção de condições financeiras mais restritivas continuaram influenciando os mercados ao longo do mês de setembro. No cenário doméstico, entretanto, a combinação entre moderação da atividade econômica e a continuidade do ciclo de flexibilização monetária pelo Banco Central contribuiu para um desempenho favorável dos ativos de renda fixa local. Nesse contexto, mantivemos preferência pelos títulos prefixados, tanto nos vértices curtos quanto nos mais longos da curva.

Seguimos convictos de que os títulos prefixados oferecem uma assimetria atrativa de retorno diante do nosso cenário base para a Selic. Apesar dos riscos associados à deterioração das condições financeiras internacionais e à desancoragem das expectativas de inflação, avaliamos que as taxas atualmente embutidas na curva continuam compatíveis com posições aplicadas. Mantemos maior convicção nos vértices intermediários, que seguem refletindo prêmios elevados diante das incertezas relacionadas ao cenário fiscal e à trajetória dos juros globais, mas que ainda são em grande medida sensíveis a trajetória esperada para o ciclo de calibração da SELIC.

Em relação aos títulos indexados à inflação, realizamos ajustes ao longo do mês, elevando a exposição nos papéis de prazo mais curto. Entendemos que o horizonte à frente reúne um conjunto de riscos inflacionários concentrados no curto prazo, incluindo potenciais impactos

climáticos associados ao *El Niño*, defasagens nos preços de combustíveis e possíveis efeitos decorrentes de mudanças no mercado de trabalho, entre outros fatores. Esses vetores podem gerar pressões temporárias sobre os índices de preços, especialmente entre o final de 2026 e o início de 2027, favorecendo os ativos atrelados ao IPCA de menor duração. Por outro lado, seguimos entendendo que esses choques possuem natureza predominantemente transitória e não alteram, em nosso cenário base, a trajetória de convergência da inflação em horizontes mais longos nem a estratégia de calibragem da política monetária pelo Banco Central. Dessa forma, mantemos postura mais cautelosa nos vencimentos longos, que continuam mais sensíveis à dinâmica das taxas reais globais e às incertezas fiscais domésticas, além de uma melhora mais consistente nos fatores técnicos e, por consequência, na profundidade desse mercado.

Na parcela de crédito privado, mantemos posicionamento *underweight*. Embora a qualidade de crédito das companhias permaneça, de forma geral, saudável, seguimos observando spreads comprimidos em diversas estratégias, limitando o potencial de retorno ajustado ao risco. Dessa forma, entendemos que a remuneração oferecida pela classe continua pouco atrativa quando comparada a outras oportunidades disponíveis na renda fixa doméstica.

No mercado de renda variável, preservamos postura próxima da neutralidade tanto para ativos locais quanto internacionais. No Brasil, continuamos observando *valuations* atrativos e prêmio de risco elevado, mas reconhecemos que as incertezas em torno da atividade econômica e da trajetória da política fiscal recomendam cautela. Nos mercados desenvolvidos, apesar da resiliência da atividade e dos lucros corporativos, o ambiente de juros elevados e a competição crescente por recursos financeiros limitam o potencial de expansão dos múltiplos, justificando uma alocação equilibrada.

Por fim, mantemos posição reduzida em renda fixa global. Avaliamos que a combinação entre juros longos pressionados, deterioração fiscal em diversas economias e continuidade do processo de normalização monetária nos países desenvolvidos ainda representa um ambiente desafiador para a classe de ativos. Some-se ainda a pressão por *funding* vinda do histórico ciclo de investimentos ligados à IA e aos *hyperscalers*.

De maneira geral, nossas estratégias permanecem com um viés moderadamente pró-risco, refletindo a atratividade relativa dos ativos domésticos e as assimetrias de retorno que identificamos em diferentes segmentos do mercado local. Buscamos calibrar o consumo de risco entre posições de maior convicção e alocações táticas em classes de ativos que, embora mais sensíveis ao ambiente macroeconômico, oferecem potencial relevante de valorização em um cenário de compressão dos prêmios de risco. Ainda assim, entendemos que as incertezas associadas ao último trimestre do ano recomendam cautela e elevada capacidade de adaptação, reforçando a importância de uma gestão ativa e dinâmica na condução dos portfólios.

Posicionamento por fatores de risco para outubro de 2026

