



ASA **ASSET MANAGEMENT** | CARTA MENSAL

ASA Long Only

OUTUBRO 2025



CENÁRIO MACRO

No ambiente externo, o evento mais importante foi a mudança no tom da comunicação do Fed, que adotou um discurso mais conservador. Diante da divergência observada nos dados recentes, o BC americano optou por uma abordagem ainda compatível com um novo corte de juros, mas deixou em aberto se o próximo movimento será em dezembro.

Os dados americanos, ainda que prejudicados pela paralisação do setor público, seguiram refletindo uma economia dual. Por um lado, temos baixa geração de vagas de emprego, resultado de uma redução tanto nas contratações quanto nas demissões e, por outro, impactos já visíveis da forte expansão dos investimentos ligados à inteligência artificial.

O baixo nível de geração de vagas formais de emprego segue como fator que deve fazer com que o Fed continue reduzindo a taxa básica de juros dos EUA na direção do nível neutro. Entretanto, o forte ciclo de investimento privado tem motivado revisões altistas nas projeções de crescimento do PIB, para números acima de 2%.

A resiliência da economia americana, apesar dos choques de incerteza comercial que tivemos no início do ano, segue como fator limitante para o aprofundamento do corte de juros nos EUA.

No ambiente doméstico, o destaque do mês foi a reabertura dos canais oficiais de negociação entre Brasil e EUA, trazendo a perspectiva de que poderemos ter avanços concretos em termos de redução de tarifas em breve.

No campo fiscal, a discussão sobre qual será o parâmetro adotado para a meta fiscal tem atrasado o envio da LDO (Lei de Diretrizes Orçamentárias) ao Congresso. Tanto a discussão no TCU (Tribunal de Contas da União) sobre a obrigatoriedade de que o governo busque o centro da meta na execução do orçamento do próximo ano, quanto o fim da vigência da MP 1303/25, que continha um conjunto de medidas de receita para reforçar o caixa no próximo ano, seguem como entraves para a aprovação do orçamento de 2026.

No mais, tivemos a aprovação de novas medidas que criam exceções ao teto de gastos, bem como o lançamento de programas com apelo popular, como a linha de crédito para reforma de imóveis.

Os indicadores de atividade econômica divulgados ao longo do mês mostraram recuperação no mês de agosto. No geral, os últimos dados têm apresentado comportamento misto, com números de confiança rodando em patamar bastante deprimido, enquanto dados brutos de produção, vendas e crédito demonstraram certa resiliência.

No geral, a economia parece estar em uma trajetória de pouso suave, em uma desaceleração menos acentuada do que a sugerida pelos indicadores referentes a junho e julho.

Em particular, os números do emprego formal têm mostrado sinais de moderação, com a geração líquida de vagas do Caged rodando abaixo de 100 mil, em termos dessazonalizados. Ainda é acima do que se considera como o nível neutro (entre 40 e 60 mil vagas), porém bem menos apertado do que no começo do ano.

Com isso, a taxa de desemprego, medida pela Pnad, tem mostrado estabilização um pouco acima de 5,5%. Considerando que os movimentos da taxa de desemprego são mais lentos e sujeitos a defasagens longas, para fins de política monetária, avaliamos que a variável mais relevante é a geração de vagas formais de emprego.

Em relação à inflação, tanto o IPCA de setembro quanto o IPCA-15 de outubro foram boas leituras da inflação corrente, com destaque para a surpresa positiva nas medidas de núcleo.

Ainda que a redução da inflação tenha sido influenciada pela valorização do Real, pela queda no preço dos alimentos, em virtude de uma safra recorde, e pela pressão baixista nos preços de bens, como desdobramento das tarifas impostas pelo governo norte-americano, temos sinais consistentes de que tem se materializado efeitos secundários positivos também para a inflação de serviços.

No campo das expectativas, as projeções de inflação do relatório Focus continuaram caindo de forma relevante ao longo do último mês, com destaque tanto para o movimento nas projeções de prazos mais curtos, com a projeção para o IPCA no final de 2025 caindo 30 bps, para 4,55%, quanto para as projeções de prazos mais longos, com o IPCA de 2028 recuando 20 bps, para 3,50%, patamar que voltou a ser alcançado pela primeira vez desde novembro de 2024.

Diante da dinâmica favorável da inflação corrente, da queda nas expectativas de preços e da desaceleração da atividade econômica, acreditamos que o Banco Central tem espaço para fazer ajustes na comunicação.

Atualmente, o Banco Central indica viés de alta nos juros, ainda avaliando se a manutenção da Selic por período bastante prolongado é suficiente para assegurar a convergência da inflação para a meta.

Em nossa visão, já temos progresso suficiente para deixar o viés de alta e ter como foco a persistência na estratégia de manutenção do juro no atual patamar. Adicionalmente, os inputs utilizados no modelo do Banco Central mostraram melhora relevante desde o último Copom, sendo compatíveis com redução da projeção de inflação da autoridade monetária, no horizonte relevante, de 3,4% para 3,3%.

Tais ajustes de comunicação, além de alinhados com discursos recentes dos dirigentes do BCB no último encontro do FMI, devem ter impacto modesto sobre a precificação do mercado, sendo compatíveis com início do ciclo de corte de juros no 1T26.

Em outubro, o fluxo de capital estrangeiro no mercado de ações da B3 foi negativo em R\$ 1,2 bilhão. No mês, o Ibovespa subiu 2,3%, fechando em 149.540 pontos, e o índice de Small Caps subiu 0,4%, fechando em 2.255 pontos. Nos EUA, o S&P subiu 2,3%, chegando ao nível de 6.840 pontos.

POSIÇÕES

Em um cenário de desaceleração da economia mais controlado do que o previsto e de uma redução das tensões comerciais com os EUA, tivemos mais um mês positivo no Ibovespa.

Além disso, uma expectativa positiva para a temporada de divulgação de resultados do 3º trimestre de 2025 também contribuiu para a boa performance do Ibovespa no mês.

Assim, ao fim de outubro, o fundo apresentava uma maior exposição *overweight*, em relação ao Ibovespa, aos setores de infraestrutura, construção residencial e serviços públicos (elétrico e saneamento); e uma maior posição *underweight* aos setores bancário, industrial e de serviços financeiros.

Com essas alterações, o nível de risco do fundo ASA Long Only em relação ao *benchmark* fechou o mês com um tracking error de 3,3% versus 5,7% em setembro.

Nossas principais exposições setoriais são de 21% no setor elétrico/saneamento, 17% em bancos, 16% em mineração e siderurgia, 12% no setor de óleo e gás, 10% em infraestrutura e 6% no setor de construção residencial. Por empresa, as maiores posições são Vale, Itaú, Petrobras, Axia (ex-Elektrobras), Gerdau, Rumo, Eneva, Bradesco, Equatorial e Vivo.

