

Cenário nacional

O mês de abril foi um mês em que vimos uma forte reprecificação dos ativos, com uma elevada queda da bolsa de valores e uma grande abertura da curva de juros. Esse cenário também criou oportunidades pois levou a um aumento do prêmio de risco e da margem de segurança para investimento nos ativos. Os principais motivos da reprecificação foram números piores nos Estados Unidos, fazendo o mercado precificar um início de queda de juros mais tardio, além das mudanças na meta fiscal do Brasil e de desdobramentos da guerra no Oriente Médio.

No fechamento de março, a inflação medida pelo IPCA com relação ao mês anterior ficou em 0,16%, abaixo das expectativas do mercado que estavam em 0,25%. Dos nove grupos de produtos e serviços pesquisados, seis tiveram alta em março. A maior variação (0,53%) e o maior impacto (0,11 p.p.) vieram de Alimentação e bebidas. Na sequência, veio o grupo Saúde e cuidados pessoais (0,43% e 0,06 p.p.). No campo negativo, destaca-se a queda de Transportes (-0,33% e -0,07 p.p.). No ano, o IPCA acumula alta de 1,42% e, nos últimos 12 meses, de 3,93%, abaixo dos 4,50% observados nos 12 meses imediatamente anteriores. Em março de 2023, a variação havia sido de 0,71%. O IPCA-15 de abril também foi uma surpresa positiva, abaixo das expectativas, em 0,21% (expectativas em 0,29%). A expectativa é que a inflação venha mais fraca ao longo dos próximos meses, mas existem incertezas com relação aos gastos do governo, ao repasse de preços da gasolina, que está defasada do mercado internacional, e a parcela de serviços da inflação, que se mantém elevada.

Com relação à taxa de juros, o último comunicado do Banco Central indicou que a expectativa era de um novo corte de 50 bps na próxima reunião. De lá para cá, o presidente do BC, Roberto Campos, vem indicando que a mudança de alvo para o resultado das contas públicas aumenta o cenário de incerteza sobre o controle fiscal no Brasil, deixando mais custoso o trabalho para o controle da inflação. Essa visão pode

mudar a trajetória dos juros no Brasil, reduzindo a velocidade dos cortes, o que também fez o mercado passar a precificar uma redução de apenas 25 bps na próxima reunião, que ocorrerá nos dias 7 e 8 de maio.

Em relação ao cenário de atividade doméstica, o conjunto dos indicadores de atividade econômica segue consistente com o cenário de desaceleração da economia antecipado pelo Copom, com algumas surpresas positivas. O Índice de Atividade Econômica (IBC-Br) registrou uma alta de 0,40% em fevereiro, em comparação com janeiro, um pouco acima do esperado. A produção industrial apresentou alta de 0,9% em março, abaixo das expectativas, enquanto o setor de serviços recuou 0,9% em fevereiro na comparação mensal. O desemprego se mantém em um patamar baixo, de 7,8% no último trimestre, mas apresentou uma elevação de 0,3 p.p. comparado com os três meses anteriores. Esse dado também mantém uma incerteza com relação à inflação.

Com relação ao mercado internacional, vimos um cenário de maior cautela do FED com dados inflacionários ainda acima do esperado. Os dados econômicos se mostraram um pouco mais favoráveis pela queda dos juros, com o PMI em abril ficando em 49,4 e a desaceleração dos dados de emprego. A mensagem do FED é que a redução dos juros só ocorrerá quando houver uma maior confiança de que a inflação está em uma queda sustentada. A inflação americana medida pelo CPI está em 3,5% nos últimos 12 meses, acima da meta de 2,0%.

No que diz respeito aos títulos privados no Brasil, o mês de abril registrou um volume de R\$53,9 bilhões em novas emissões no mercado, além de R\$56 bilhões em transações no mercado secundário, demonstrando uma forte consistência do mercado primário e secundário após um primeiro trimestre de bastante crescimento e com boa absorção do mercado a esses títulos. O volume líquido captado pelos fundos de crédito privado ficou em R\$44,8 bilhões em março, o que manteve os ativos CDI+ em

trajetória de fechamento de taxa, mas em menor magnitude comparado com os meses anteriores. Esse movimento de elevada captação vem ocorrendo desde fevereiro devido às mudanças nas regras de ativos isentos (LCI, LCA, CRI, CRA) que reduziram a oferta desses produtos no mercado.

Cenário internacional

O mês de abril foi bastante difícil para os mercados de risco global. No âmbito geral, observamos um cenário de aumento nos preços do petróleo, ultrapassando os \$90 devido à tensão no Oriente Médio, o que aumenta preocupações sobre inflação e potencial impacto na economia global e na política monetária. Enquanto isso, o SPX Index, índice de ações americanas, registrou uma queda de -4,16%, enquanto o ouro subiu aproximadamente 2,65% devido a tensões globais e compras de bancos centrais. Quanto aos títulos do tesouro americano, houve uma variação na taxa de 10 anos, saindo de 4,20% para 4,68% no final de abril, e o mercado que estava precificando três cortes no começo do ano, agora acredita em apenas um corte de 0,25% por parte do FED.

No cenário econômico dos Estados Unidos, observamos uma criação de empregos que superou as expectativas, com 303 mil empregos criados em março, indicando um mercado de trabalho robusto. Setores como saúde, educação e construção se destacaram na criação de empregos, impulsionados pelo clima favorável e pela demanda imobiliária. A taxa de desemprego também desacelerou, caindo para 3,8%, com um aumento na taxa de participação. Além disso, o ISM Manufacturing registrou crescimento em março após 16 meses de contração, indicando um sentimento mais positivo no setor. Por outro lado, o ISM Services desacelerou, mas ainda mostrou força, com destaque para atividade empresarial e novos pedidos. As divergências entre oficiais do FED sobre cortes de juros também são evidentes, com algumas previsões indicando múltiplos cortes em 2024.

Enquanto Powell mantém um tom neutro, destacando crescimento sólido, mercado de trabalho forte e inflação em direção à meta de 2%, Michelle Bowman adota um tom mais duro, indicando que o banco central dos EUA ainda não considera cortes de juros devido ao progresso estagnado na redução da inflação.

Na Zona do Euro, a leitura preliminar da inflação do consumidor para março ficou ligeiramente abaixo das expectativas do mercado. Houve uma desaceleração generalizada nos componentes da inflação, com destaque para a redução na inflação dos serviços e bens industriais. O BCE decidiu manter as três taxas de juros básicas inalteradas pela quinta reunião consecutiva, adotando uma abordagem dependente de dados para futuras decisões de política monetária. Os PMIs da Zona do Euro para abril mostraram um significativo aumento no setor de serviços, enquanto a manufatura continuou a mostrar lentidão. A aceleração na inflação dos serviços foi observada, embora permaneça moderada. Indicadores econômicos recentes sugerem que o período de estagnação econômica na Eurozona pode estar chegando ao fim, com perspectivas mais positivas para o consumo.

Na China, os dados de PMI de março divulgados pelo Escritório Nacional de Estatísticas surpreenderam o mercado, com o PMI de Manufatura retornando ao território de expansão após cinco meses de leituras contracionistas. Embora o PMI de Serviços mostre uma melhoria geral, a maioria dos subgrupos permanece em território contracionista. A inflação do consumidor na China desacelerou para 0,1% ao ano em março, abaixo das expectativas, enquanto o índice de preços ao produtor também apresentou deflação, em linha com as expectativas.

Posicionamento

O mercado de renda fixa nacional apresentou um resultado misto no mês, com ativos pós-fixados mantendo uma boa rentabilidade enquanto ativos

indexados à inflação apresentaram uma maior abertura de spreads. Os ativos de crédito privado indexados à inflação mantiveram um spread baixo com relação aos títulos públicos. Ainda existem incertezas principalmente com relação à economia americana, mas também com a trajetória do endividamento público do Brasil. Nossa visão é de que títulos indexados à inflação continuam representando uma boa oportunidade de alocação no cenário atual, inclusive os ativos com prazos mais longos, tendendo a performar acima do CDI, visto que os *spreads* estão em patamares elevados e o prêmio de risco está bastante atrativo. Com relação aos títulos indexados ao CDI, o mercado já vem se estabilizando com *spreads* mais baixos e poucas oportunidades tanto no mercado primário quanto no secundário. Não vemos muito prêmio para prazos mais longos em ativos CDI e por isso estamos mantendo a estratégia de redução da *duration* dessa classe. Seguiremos buscando oportunidades com boa relação de risco e retorno.

Na renda variável nacional, o valuation atrativo, o fundamento melhorando e a posição técnica leve, fez com que aumentássemos o nível de risco das carteiras. Continuamos na execução de nossa estratégia de gestão de portfólio equilibrada, baseada em análises das condições de mercado para embasar escolhas e ajustar o *sizing* de ativos conforme necessário. Destacamos a procura por margens de segurança nos ativos, mantendo a vigilância em possíveis mudanças no panorama.

Na renda fixa internacional, aumentamos a *duration* (prazo de vencimento da renda fixa) das carteiras, saindo de 2,5 para 3 anos. Acreditamos que o estresse na curva de juros ao longo de abril (aumento do 10y), abriu oportunidade para aumentarmos *duration*. Enxergamos uma oportunidade vantajosa na alocação de recursos em títulos do governo dos Estados Unidos. Os yields permanecem atrativos, exibindo um perfil de risco-retorno raramente visto. Além disso, é possível encontrar produtos de renda fixa com risco adequado, proporcionando mais de 9%

em dólares. Esta estratégia, combinada com a *duration* apropriada da carteira, pode gerar retornos atrativos para os investidores a médio prazo.

Na renda variável internacional, ainda permanecemos com o mínimo de risco nas carteiras, devido ao *valuation* do mercado. O índice S&P 500 apresenta um P/E ("*Price to Earnings*") que consideramos alto em comparação com os níveis históricos. Portanto, nossa preferência atual está voltada para a alocação de recursos em ativos caracterizados como "valor", incluindo empresas que demonstram sólida capacidade operacional de geração de caixa. Além disso, estamos cientes de que a classe de renda variável pode enfrentar desafios em caso de uma recessão mais acentuada (cenário de baixa probabilidade precificado pelos mercados), o que poderia ampliar um movimento de queda.