

Cenário nacional

O mês de agosto foi um mês positivo para o mercado, mesmo com um início de mês bastante turbulento, principalmente no exterior, mas que se estabilizou ao longo do mês, fechando com uma boa rentabilidade nos diversos índices. Apesar disso, ainda vemos muitas incertezas afetando a percepção do mercado.

No fechamento de julho, a inflação medida pelo IPCA com relação ao mês anterior ficou em 0,38%, levemente acima das expectativas do mercado que estavam em 0,35%. Dos nove grupos de produtos e serviços pesquisados, sete tiveram alta em julho. O resultado foi puxado principalmente pelo preço da gasolina, passagens de avião e energia elétrica. A maior variação (1,82%) e impacto (0,37 p.p) vieram de Transportes. Na sequência, veio o grupo Habitação (0,77% e 0,12 p.p.). No campo negativo, destaca-se a queda de Alimentação e Bebidas (-1,00% e -0,22 p.p.). No ano, o IPCA acumula alta de 2,87% e, nos últimos 12 meses, de 4,50%, acima dos 4,23% observados nos 12 meses imediatamente anteriores. Em julho de 2023, a variação havia sido de 0,12%. O IPCA-15 de agosto veio levemente acima das expectativas, em 0,19% (expectativas em 0,17%). O núcleo da inflação também vem apresentando uma queda. Nos últimos 12 meses o indicador está em 4,19%. Com a mudança da bandeira tarifária de energia para vermelho 1, esse grupo deve trazer um impacto para a inflação do próximo mês. O mercado vem elevando a expectativa de inflação para o ano, que está em 4,26%.

Com relação ao cenário macro, vimos o Brasil andando na contramão do resto do mundo. Nos EUA, o discurso do Chairman do FED sinalizou que o ciclo de cortes juros deve se iniciar agora em setembro, visto que a inflação já se encontra em linha com a meta e o mercado de trabalho dá sinais de desaceleração. Enquanto isso, no Brasil, o mercado está cada vez mais considerando que um possível aumento na taxa de juros possa ser necessário visto o avanço dos principais indicadores econômicos nos últimos meses.

Com a taxa de juros atual em 10,50%, era de se esperar um cenário mais contracionista com o enfraquecimento dos indicadores econômicos e redução da inflação. Entretanto, o que vemos são dados que não conversam com esse cenário. O PIB do 2T cresceu 1,4% t/t e 3,3% a/a, acima das expectativas; a taxa de desemprego caiu para 6,8%, nas mínimas históricas, o que tem gerado uma pressão sobre a massa salarial que está em forte crescimento, enquanto vemos uma inflação ainda próxima do topo da meta, expectativas de inflação elevadas e uma depreciação de 14% do câmbio este ano. Parte do que vem gerando essa disfunção é o cenário fiscal do atual governo, que trouxe uma elevação relevante nos gastos com um perfil expansionista demandando uma postura monetária mais rígida. O déficit fiscal do setor público consolidado em julho foi de R\$21,3 bilhões, acumulando déficit de R\$257,7 bilhões nos últimos 12 meses (2,29% do PIB). Dessa forma estamos acompanhando com cautela o avanço dos indicadores e mantendo uma posição menos agressiva nos títulos de renda fixa com risco de mercado.

No que diz respeito aos títulos privados de crédito no Brasil, o mês de agosto registrou um volume de R\$43,1 bilhões em novas emissões no mercado, além de R\$70 bilhões em transações no mercado secundário. Apesar da redução nas emissões de crédito, muitos ativos tiveram sobre demanda nas emissões, visto que o volume líquido captado pelos fundos de crédito privado ficou em R\$52,1 bilhões em agosto, maior patamar dos últimos meses. Apesar disso, as taxas dos ativos de crédito privado têm se mantido em grande parte estáveis no período.

Cenário internacional

O mês de agosto foi marcado por importantes movimentos no cenário macroeconômico e nos mercados globais. O mês iniciou com um "flash crash" nos mercados de risco, ocasionado pela alta das taxas de juros no Japão, que gerou uma reversão das

operações de *carry trade* relacionadas ao iene. No Japão, o índice Nikkei sofreu sua maior queda diária desde 1987, com uma perda de 12,4% em um único dia. Esse evento trouxe apreensão aos investidores ao redor do mundo, refletindo no comportamento dos principais índices e uma intensa discussão sobre recessão nos Estados Unidos.

Apesar dos eventos globais mencionados, em agosto o S&P 500 apresentou uma alta de 2,30% no mês, mostrando resiliência. O *yield* do Treasury de 10 anos começou o mês em 3,98% e encerrou em 3,90%, mantendo-se lateralizado ao longo do período. O mercado de *commodities* também permaneceu estável, com o petróleo cotado próximo de US\$ 79 por barril, tanto no início quanto no fim do mês. O ouro, representado pelo ETF GLD, subiu 2,09%, confirmando sua tendência de alta nos últimos meses.

Nos EUA, o CPI registrou uma leve alta de 0,15% em julho, sinalizando uma normalização dos preços. O núcleo do CPI, que exclui alimentos e energia, subiu 0,17% m/m, indicando uma leve aceleração. As vendas no varejo surpreenderam positivamente com alta de 0,97% m/m, especialmente impulsionadas pelas vendas de veículos. A produção industrial, no entanto, caiu 0,6% m/m, refletindo a contração no setor manufatureiro. A ata do FOMC indicou que a maioria dos membros do comitê vê a possibilidade de cortes nas taxas de juros, com foco em setembro, conforme a inflação continua desacelerando e a economia se mantém resiliente.

Na Zona do Euro, o PMI composto subiu para 51,2 pontos, sugerindo uma leve expansão econômica, principalmente devido ao setor de serviços, favorecido por eventos como os Jogos Olímpicos em Paris. A França se destacou positivamente com um PMI de 55,0 pontos no setor de serviços, enquanto a Alemanha enfrentou dificuldades tanto na indústria quanto nos serviços. A inflação anual desacelerou para 2,2% (a menor em três anos), com a inflação de serviços subindo para 4,2%, evidenciando a persistência de pressões inflacionárias neste setor.

O BCE deve seguir com cortes nas taxas de juros, principalmente devido à desaceleração salarial e à baixa inflação nos setores de bens e energia. No entanto, a inflação de serviços e a rigidez no mercado de trabalho continuam a preocupar, o que sugere uma postura cautelosa por parte do BCE.

Na China, a produção industrial desacelerou para 5,1% a/a em julho, levemente abaixo das expectativas. Setores estratégicos como eletrônicos e transportes mostraram crescimento sólido, mas a fraca demanda por exportações continua a ser um obstáculo. O setor imobiliário, por sua vez, segue em retração, com queda de 10,2% a/a nos investimentos acumulados no ano, embora o mercado comece a mostrar sinais de estabilização nas principais cidades.

Posicionamento

Na renda fixa nacional, o mercado teve uma rentabilidade em linha com o carregamento no último mês, com os ativos indexados à inflação com um retorno um pouco abaixo do CDI dado o carregamento menor. Ainda vemos os títulos indexados à inflação como uma boa oportunidade de alocação no cenário atual, com prazos em torno de 5 anos, 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 e buscando oportunidades no mercado de crédito estruturado, que ainda apresenta um prêmio atrativo.

Na renda variável nacional, identificamos *valuations* extremamente atrativos, acompanhados por resultados corporativos que superaram as expectativas do mercado, o que sugere que os *valuations* estão subvalorizados enquanto os fundamentos das empresas continuam a se fortalecer. Além disso, a alocação técnica permanece baixa, com

Comentário Mensal

Agosto

uma exposição reduzida por parte dos investidores. Acreditamos que essa combinação de fatores pode gerar retornos altamente atrativos no futuro.

Na renda fixa internacional, mantemos a *duration* das carteiras próxima a 2 anos. Continuamos enxergando uma oportunidade na alocação de recursos em títulos do governo dos Estados Unidos. Os rendimentos permanecem atraentes, apresentando um perfil de risco-retorno raramente observado. Além disso, é possível encontrar produtos de renda fixa com risco adequado, oferecendo mais de 8% em dólares. Essa abordagem, combinada com a duração apropriada da carteira, pode proporcionar retornos interessantes para os investidores a médio prazo.

Na renda variável internacional, mantemos uma exposição reduzida nas carteiras devido ao alto *valuation* do mercado. O índice S&P 500 apresenta um múltiplo P/E elevado em comparação com os padrões históricos. Assim, nossa estratégia atual é direcionar recursos para ativos classificados como "valor", que incluem empresas com sólida capacidade de geração de caixa, e manter uma exposição limitada para antecipar possíveis correções no mercado. Embora a probabilidade de um cenário recessivo seja baixa, ele ainda representa um risco que poderia impactar negativamente os ativos de risco.