

Cenário nacional

O mês de fevereiro foi um mês volátil para o mercado, tanto na renda fixa como na renda variável, reflexo de incertezas na trajetória dos juros americanos.

No fechamento de janeiro, a inflação medida pelo IPCA com relação ao mês anterior ficou em 0,42%, acima das expectativas do mercado que estavam em 0,35%. A composição dos principais núcleos também surpreendeu negativamente, porém a média deles mantém trajetória de queda nos 12 meses. Nos últimos 12 meses, o índice acumula alta de 4,51%, pouco abaixo do teto da meta de inflação do Banco Central e acima das expectativas de 4,43%. O IPCA-15 de janeiro veio levemente abaixo das expectativas, em 0,78% (expectativas em 0,83%). Para fevereiro já era esperada uma inflação maior pelos reajustes escolares e o reajuste do ICMS dos combustíveis.

O Banco Central continua vendo a trajetória da inflação alinhada com a expectativa e manteve a trajetória de redução dos juros. A próxima reunião para definição da taxa de juros será nos dias 19 e 20 de março. O mercado espera que haja um corte de 0,5 p.p. nas próximas reuniões, em linha com o comunicado do Banco Central. O BC ainda vê alguns fatores de risco para a inflação em ambas as direções. Entre os riscos de alta estão uma persistência das pressões inflacionárias globais e uma maior resiliência na inflação de serviços, enquanto nos riscos de baixa estão uma desaceleração da atividade econômica global e os impactos do aperto monetário serem mais fortes que o esperado.

Em relação ao cenário doméstico, 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 0,82% em dezembro, em comparação com novembro, levemente acima do esperado (0,07). A produção industrial apresentou avanço de 1,1% em dezembro, acima das expectativas,

enquanto o setor de serviços avançou 0,3% em dezembro na comparação mensal. Tivemos também o resultado do PIB do 4T23, que ficou estável (0,0%) em relação o trimestre anterior, fechando o ano com uma expansão de 2,9%. Ainda houve a revisão negativa dos dados trimestrais anteriores.

Com relação ao cenário internacional, vimos o mercado precificando que uma queda na taxa de juros esteja cada vez mais distante. Isso se deve à persistência de indicadores sólidos de atividade econômica nos Estados Unidos, à resiliência observada nos mercados de trabalho dos países desenvolvidos e às taxas de inflação que estão se estabilizando em níveis relativamente baixos, porém ainda superiores às metas estabelecidas. Nesse cenário, os Bancos Centrais desses países têm a oportunidade de adotar uma postura mais paciente, ganhando assim maior confiança na trajetória de convergência da inflação em direção às metas estabelecidas, antes de iniciarem um ciclo de flexibilização da política monetária. Esse cenário dificulta uma queda maior nos juros brasileiros.

No que diz respeito aos títulos privados no Brasil, o mês de fevereiro registrou um volume de R\$15,1 bilhões em novas emissões no mercado, além de R\$48 bilhões em transações no mercado secundário, demonstrando um enfraquecimento do mercado primário, mas uma manutenção dos níveis de negociação no secundário. O volume líquido captado pelos fundos de crédito privado ficou em R\$44,5 bilhões em fevereiro, maior captação líquida mensal dos últimos 12 meses, o que manteve os ativos CDI+ em trajetória de fechamento de taxa, trazendo uma boa rentabilidade no período. No início de fevereiro, o CMN realizou algumas mudanças nas regras de ativos isentos (LCI, LCA, CRI, CRA) que devem reduzir a oferta desses produtos no mercado e levar a uma redução nas taxas de mercado e uma migração para outras classes de investimento, como os fundos pós-fixados. Nesse cenário, o mercado de renda fixa apresentou um resultado misto no mês e em linha com o mês

anterior, com ativos pós-fixados mantendo uma boa rentabilidade enquanto ativos indexados à inflação apresentaram maior volatilidade.

Cenário internacional

Fevereiro foi marcado por uma série de movimentos nos mercados globais, com destaque para o desempenho do *Bitcoin*, que registrou uma impressionante alta de 43,79%, alcançando a marca de 61 mil dólares, impulsionado pelo fluxo dos ETFs SPOT listados recentemente nos Estados Unidos. Apesar da abertura dos títulos do Tesouro Americano de 10 anos, que subiram de 3,91% para 4,25%, os mercados de risco continuaram a se valorizar. O S&P teve um desempenho notável, com uma alta de 5,17%, aproximando-se do patamar de 5.100 pontos e superando as máximas históricas. Enquanto isso, o MSCI Europe registrou um aumento de 1,96% em fevereiro e o MSCI China teve um ganho ainda mais expressivo, com alta de 8,55%. O petróleo teve um mês positivo, com uma alta de 3,81%. Além disso, nos Estados Unidos, as prévias das eleições continuam a atrair a atenção, com indicações de um novo embate entre Trump e Biden.

Em janeiro, os números do Payroll surpreenderam positivamente, com a criação de 353 mil empregos, superando as expectativas. Setores como construção e lazer foram os mais afetados pelo clima adverso, enquanto saúde e educação continuaram crescendo. Os salários também aumentaram, com ganhos médios por hora acelerando mais do que o esperado. A taxa de desemprego permaneceu estável em 3,7%. Revisões anteriores nos dados de emprego mostraram um total de 3,056 milhões de empregos criados em 2023. O Comitê Federal de Mercado Aberto (FOMC) está mais confiante em iniciar o ciclo de cortes de taxa de juros devido aos dados robustos. Há uma probabilidade significativa de manutenção da taxa de fundos federais em março, com chances de corte aumentando em maio. Previsões indicam um crescimento econômico

robusto no início do ano, com estimativas de crescimento do PIB entre 3,3% e 4,2% no primeiro trimestre de 2024. Na última reunião, o FOMC manteve a Taxa de Fundos Federais (FFR) inalterada em 5,25%-5,5%.

Na Zona do Euro, o IPC desacelerou menos do que o esperado, com o índice principal caindo para 2,8% ao ano e o núcleo para 3,3% ao ano. A desaceleração foi mais suave no setor de serviços, enquanto os preços de bens registraram deflação mensal. O crescimento do PIB foi inesperadamente estável, evitando uma recessão técnica, mas com desempenho heterogêneo entre os países membros. O ambiente econômico em 2024 é desafiador, com menor contribuição da política fiscal e a transmissão continua da política monetária restritiva para a economia. Os dados de sentimento empresarial em fevereiro mostraram uma melhora marginal, com o PMI composto subindo ligeiramente. O desempenho econômico entre os países da Zona do Euro é divergente, com a França registrando melhora e a Alemanha enfrentando dificuldades. As renegociações salariais indicam uma desaceleração no crescimento dos salários, o que pode influenciar as decisões de política monetária do BCE. A leitura preliminar da inflação do consumidor em fevereiro surpreendeu negativamente, com uma aceleração nos preços. Apesar do progresso na desinflação, os dados sugerem cautela por parte dos oficiais do BCE, indicando um possível adiamento da normalização da política monetária.

Na China, os PMIs de janeiro mostraram resultados mistos, com o PMI de Manufatura abaixo de 50 pontos, enquanto o de Não-Manufatura avançou para 50,7 pontos. No setor de Manufatura, houve uma leve melhora no índice agregado, acompanhado por um aumento na produção, mas os novos pedidos permaneceram em território de contração. Os indicadores de sentimento continuam a indicar confiança enfraquecida na economia chinesa, sem sinais claros de estímulos adicionais das autoridades.

O PMI de Manufatura de fevereiro foi ligeiramente menor que o esperado, permanecendo em território de contração. Apesar da abertura vista na curva de juros real, os spreads de crédito privado indexados à inflação fecharam bastante com a mudança da legislação, com os investidores tentando aproveitar as taxas ainda atrativas.

Posicionamento

Na renda fixa nacional, títulos indexados à inflação devem representar uma boa oportunidade de alocação nesse cenário de queda de juros, inclusive os ativos com prazos mais longos, tendendo a performar acima do CDI. Com relação aos títulos indexados ao CDI, vemos muitas taxas já em patamares baixos e emissões primárias pouco atrativas, mas ainda vemos papéis isentos com taxas atrativas no mercado 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, continuamos comprometidos com a implementação de uma estratégia de gestão de portfólio equilibrada, que se baseia em análises contínuas das condições de mercado para orientar nossas decisões e ajustar a alocação de ativos conforme necessário. Nossa prioridade é buscar margens de segurança nos ativos, permanecendo vigilantes em relação a possíveis mudanças no cenário econômico e financeiro. A tendência de redução das taxas de juros cria um ambiente propício para ativos de risco, o que nos leva a encarar este momento como uma oportunidade para alocação. Permanecemos focados na identificação de oportunidades de investimento que ofereçam retornos atrativos com um nível de risco apropriado,

Na renda fixa global, mantemos uma média de *duration* de cerca de 3 anos. Identificamos uma oportunidade promissora na alocação de recursos em títulos do governo dos Estados Unidos. Os

rendimentos oferecidos permanecem atrativos, exibindo um perfil de risco-retorno raramente visto na história recente, apesar da recente valorização. Além disso, é possível encontrar produtos de renda fixa com risco adequado, proporcionando retornos superiores a 8% em dólares americanos. Essa estratégia, aliada à *duration* apropriada da carteira, pode resultar em retornos atrativos para os investidores no médio prazo.

Na renda variável global, adotamos uma abordagem cautelosa devido ao valuation dos ativos. Mantemos nossa exposição a essa classe de ativos no nível mais baixo. O índice S&P 500 mostra um P/E que consideramos alto em comparação com os níveis históricos. Portanto, nossa preferência atual está centrada na alocação de recursos em ativos caracterizados como "valor", abrangendo empresas que demonstram uma sólida capacidade operacional de geração de caixa. Além disso, estamos conscientes de que o mercado de ações pode enfrentar desafios em caso de uma recessão mais acentuada, embora seja um cenário de baixa probabilidade de acordo com a percepção dos mercados, o que poderia aumentar um movimento de baixa.