

Cenário nacional

Julho foi positivo para o mercado, refletindo volatilidade favorável e boa rentabilidade nos índices, embora ainda haja incertezas que afetam a percepção de riscos.

No fechamento de junho, a inflação medida pelo IPCA com relação ao mês anterior ficou em 0,21%, abaixo das expectativas do mercado que estavam em 0,30%. Dos nove grupos de produtos e serviços pesquisados, sete tiveram alta em junho. O maior impacto veio de Alimentação e bebidas (0,44%), com 0,10 p.p. de contribuição. Já a maior variação veio do grupo Saúde e cuidados pessoais, com alta de 0,54% e 0,07 p.p. de contribuição. Transportes, por sua vez, registrou queda de 0,19%, após subir 0,44% em maio. Os demais grupos ficaram entre o -0,08% de Comunicação e o 0,29% de Despesas Pessoais. No ano, o IPCA acumula alta de 2,48% e, nos últimos 12 meses, de 4,23%, acima dos 3,93% observados nos 12 meses imediatamente anteriores. Em junho de 2023, a variação havia sido de -0,08%. O IPCA-15 de julho foi de 0,30%, superando as expectativas de 0,22%. O núcleo da inflação também vem apresentando uma queda. Nos últimos 12 meses o indicador está em 3,66%. O mercado vem elevando a expectativa de inflação para o ano, que está por volta de 4,10%.

A recente alta do dólar, que se aproximou de R\$5,80, introduz riscos adicionais para a inflação, motivada pela maior incerteza com a política fiscal no Brasil e uma visão mais negativa para a economia global. No entanto, o Brasil tem apresentado bons números de crescimento, desemprego menor que o esperado, inflação em redução e um bom superávit na balança comercial. Assim, há um contraste entre a situação atual e as perspectivas futuras.

Observando o risco fiscal, vimos que o déficit nominal atingiu cerca de 10% do PIB nos 12 meses até junho e a relação Dívida/PIB se elevou para 77,8% do PIB em junho, elevação de 6,2 p.p. desde o início do atual governo, sendo 3,4 p.p. apenas em 2024. Essa crescente incerteza vem demandando prêmios de

risco mais elevados e o mercado continua desancorado com relação a um plano crível do governo para atender o Arcabouço Fiscal. Como resultado, temos observado persistente depreciação cambial e alta dos juros longos mesmo em um horizonte que contempla cortes de juros no mundo desenvolvido.

Nesse cenário, a última reunião do Copom em julho definiu a manutenção dos juros em 10,50%, em linha com a reunião anterior. O comunicado do Copom trouxe uma visão mais contracionista para o mercado, sinalizando que a conjuntura atual, caracterizada por um estágio do processo desinflacionário que tende a ser mais lento, ampliação da desancoragem das expectativas de inflação e um cenário global desafiador, demanda serenidade e moderação na condução da política monetária. O Comitê também reafirmou que uma política fiscal crível e comprometida com a sustentabilidade da dívida contribui para a ancoragem das expectativas de inflação e para a redução dos prêmios de risco dos ativos financeiros, consequentemente impactando a política monetária. Dessa forma, vemos que o BC ainda deve manter os juros no patamar atual até ter conforto na trajetória da dívida pública e ver uma maior ancoragem das expectativas do mercado.

No que diz respeito aos títulos privados de crédito no Brasil, o mês de julho registrou um volume de R\$73,2 bilhões em novas emissões no mercado, além de R\$76 bilhões em transações no mercado secundário, demonstrando uma forte consistência do mercado primário e secundário após um início de ano de bastante crescimento, mas com redução da absorção do mercado a esses títulos, que tem se concentrado nas mãos dos grandes bancos. O volume líquido captado pelos fundos de crédito privado ficou em R\$46,8 bilhões em julho. Apesar disso, as taxas dos ativos de crédito privado têm se mantido estáveis no período.

O mercado de renda fixa se comportou de forma positiva no mês, com ativos pós-fixados apresentando uma rentabilidade em linha com o carregamento das taxas e os ativos pré-fixados e indexados à inflação com uma rentabilidade acima do CDI devido a um pequeno fechamento da curva de juros. As atuais incertezas com relação à economia americana, ao início da flexibilização da política monetária e da trajetória do endividamento público e da inflação no Brasil devem trazer uma volatilidade para o mercado nos próximos meses.

Cenário internacional

O mês de julho apresentou uma performance mista para os principais índices financeiros. O S&P 500 teve uma alta modesta de 1,13%. Por outro lado, o *yield* do Treasury de 10 anos caiu de 4,34% no início do mês para 4,10% no final, refletindo uma mudança significativa no mercado de renda fixa. O petróleo, que começou o mês próximo a 85 dólares, encerrou em 81 dólares, evidenciando uma leve queda.

As *small caps*, representadas pelo Russell 2000 e Nasdaq 100, mostraram retornos positivos, impulsionadas por expectativas de cortes de impostos e menor regulamentação. Em contraste, as *megacaps* enfrentaram desafios, com o S&P e Nasdaq registrando declínios acentuados na segunda quinzena do mês, em parte devido a resultados financeiros mistos de grandes empresas como Tesla e Alphabet.

No cenário político dos EUA, Kamala Harris está ganhando apoio para a nomeação democrata, enquanto Donald Trump foi nomeado como candidato republicano. A diferença nas políticas de imigração, comércio e impostos entre Trump e Harris pode influenciar o ambiente econômico e fiscal nos próximos anos.

O mercado de trabalho dos EUA mostrou sinais de resiliência em junho, com a criação de 206 mil novos empregos, superando as expectativas. No entanto, revisões para baixo nos dados de meses anteriores

sugerem uma desaceleração gradual no ritmo de contratações. A taxa de desemprego subiu para 4,1%, com uma taxa de participação maior, indicando que mais pessoas estão buscando trabalho. Os salários por hora aumentaram 0,29% no mês, refletindo um crescimento anual de 3,9%.

As vagas de emprego continuaram robustas, com 8,14 milhões registradas em maio. No entanto, o mercado de trabalho ainda enfrenta desafios, especialmente em setores como educação privada e serviços de saúde, que têm dificuldade em preencher posições. O Índice de Preços ao Consumidor (CPI) de junho mostrou uma leve deflação de -0,06% no mês, com uma taxa anual de 2,97%. O Federal Reserve continua vigilante quanto à inflação e ao mercado de trabalho, com a possibilidade de cortes nas taxas de juros dependendo da evolução econômica.

Na Eurozona, a inflação permaneceu elevada, com o CPI prévio de junho aumentando 2,9% em relação ao ano anterior, ligeiramente acima das expectativas. O crescimento econômico no segundo trimestre foi positivo, mas desacelerou em relação ao primeiro trimestre, com o PIB crescendo 0,3% em termos trimestrais. Países como Espanha e França mostraram crescimento mais forte, enquanto Alemanha, Itália e Portugal enfrentaram desacelerações.

O Banco Central Europeu (BCE) manteve suas taxas de juros inalteradas em julho e deve adotar uma abordagem cautelosa, possivelmente adiando cortes nas taxas até o final do verão. Os PMIs de julho decepcionaram, indicando uma perda de impulso na recuperação econômica. A inflação de serviços e bens industriais está gerando pressão sobre o BCE para manter a sua postura firme.

Na China, os PMIs de junho e julho indicaram uma economia lenta e sem sinais de recuperação significativa. O PMI de Não-Manufatura caiu, e o PMI de Manufatura ficou em linha com as previsões. A deflação continuou, com o CPI de junho caindo para 0,2% ao ano. O PIB cresceu 4,7% no segundo trimestre,

abaixo das expectativas, e o investimento em ativos fixos desacelerou. O governo chinês está focado em inovação, desenvolvimento verde e aumento do consumo para impulsionar o crescimento futuro. No entanto, não foram anunciadas novas medidas de estímulo imediato, e o foco permanece em reformas fiscais e gerenciamento de riscos.

No Japão, o Banco do Japão (BoJ) aumentou a taxa de juros em 15 pontos base, para 0,25%, e reduziu as compras de títulos, sinalizando uma tentativa de normalizar a política monetária. A decisão não era amplamente esperada pelos mercados e reflete uma abordagem gradual para lidar com a inflação e a fraqueza do iene.

Posicionamento

Na renda fixa nacional, nossa visão se mantém a mesma. 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 e buscando oportunidades no mercado de crédito estruturado, que ainda apresenta um prêmio atrativo.

Na renda variável nacional, identificamos *valuations* extremamente atrativos, combinados com resultados corporativos superiores às expectativas do mercado. Isso indica que os *valuations* estão baixos e os fundamentos das empresas estão se fortalecendo. Além disso, a posição técnica permanece leve, com baixa alocação por parte dos investidores em geral. Acreditamos que essa combinação de fatores deve proporcionar retornos muito atrativos no futuro.

Na renda fixa internacional, reduzimos a *duration* das carteiras, que estava em torno de 3 anos, para próximo de 2 anos (no início de agosto). Houve um fechamento relevante da curva de juros americana. Acreditamos que o prêmio pro risco de *duration* diminuiu quando comparado com o histórico. Continuamos vendo uma oportunidade na alocação de recursos em títulos do governo dos Estados Unidos. Os rendimentos permanecem atrativos, exibindo um perfil de risco-retorno raramente observado. Além disso, é possível encontrar produtos de renda fixa com risco adequado, oferecendo mais de 9% em dólares. Essa estratégia, combinada com a *duration* apropriada da carteira, pode gerar retornos atraentes para os investidores a médio prazo.

Na renda variável global, mantemos um nível mínimo de risco nas carteiras devido ao *valuation* elevado do mercado. O índice S&P 500 apresenta um P/E elevado em comparação com os níveis históricos. Portanto, nossa preferência atual é alocar recursos em ativos classificados como "valor", incluindo empresas com forte capacidade operacional de geração de caixa.