

### Cenário nacional

O mês de maio foi um mês em que vimos uma maior volatilidade no mercado, refletindo uma visão mais pessimista para a taxa de juros, visto a última reunião do Copom e uma maior incerteza para a inflação.

No fechamento de abril, a inflação medida pelo IPCA com relação ao mês anterior ficou em 0,38%, um pouco acima das expectativas do mercado que estavam em 0,35%. Dos nove grupos de produtos e serviços pesquisados, sete tiveram alta em abril. A maior variação (1,16%) e o maior impacto (0,15 p.p.) vieram de saúde e cuidados pessoais seguido de alimentos e bebidas (0,70% e 0,15 p.p.), seguindo uma tendência dos últimos meses. No campo negativo, destaca-se a queda de Artigos de Residência (-0,26% e -0,01 p.p.) e Habitação, que ficou em -0,01%. No ano, o IPCA acumula alta de 1,80% e, nos últimos 12 meses, de 3,69%, abaixo dos 3,93% observados nos 12 meses imediatamente anteriores. Em abril de 2023, a variação havia sido de 0,61%. O IPCA-15 de maio veio levemente abaixo das expectativas, em 0,44% (expectativas em 0,47%). O núcleo da inflação também vem apresentando uma queda. Nos últimos 12 meses o indicador está em 3,83%. Ainda existem algumas incertezas para a inflação 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. O mercado espera que a inflação do ano fique em torno de 3,70%.

Com relação à taxa de juros, a última reunião no Copom no início de maio definiu a redução de apenas 25bps na Selic, reduzindo o ritmo de cortes. Esse movimento já era esperado pelo mercado visto que o presidente do Banco Central vinha 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. O comunicado do Copom também trouxe uma visão mais contracionista para o

mercado, visto que o comitê ressalta que a política monetária deve se manter elevada até que se consolide não apenas o processo de desinflação como também a ancoragem das expectativas em torno de suas metas. Esse fator, combinado com a fala do Ministro da Fazenda, Fernando Haddad, dizendo que "a meta de inflação de 3% é exigentíssima e inimaginável", contribuíram para uma abertura da curva de juros no mês, principalmente devido à elevação da inflação implícita.

Em relação ao cenário de atividade doméstico, o conjunto dos indicadores de atividade econômica e do mercado de trabalho tem apresentado maior dinamismo do que o esperado pelo Copom. Após dois períodos de estagnação, o PIB do primeiro trimestre de 2024 ficou em 0,8% no comparativo trimestral e uma alta de 2,5% no comparativo anual. O Índice de Atividade Econômica (IBC-Br) registrou uma queda de 0,25% em março, em comparação com fevereiro, mas fechou o trimestre com alta de 1,08%. A produção industrial apresentou alta de 0,3% no primeiro trimestre, comparado com o último trimestre de 2023, enquanto o setor de serviços avançou 0,4% em março na comparação mensal, acumulando alta de 1,2% no trimestre. O desemprego se mantém em um patamar baixo, de 7,5% no trimestre encerrado em abril. Os dados positivos da economia também mantem uma incerteza com relação à inflação.

No que diz respeito aos títulos privados no Brasil, o mês de maio registrou um volume de R\$61,9 bilhões em novas emissões no mercado, além de R\$55 bilhões em transações no mercado secundário, demonstrando uma forte consistência do mercado primário e secundário após um primeiro trimestre de bastante crescimento, mas com redução da absorção do mercado a esses títulos. O volume líquido captado pelos fundos de crédito privado ficou em R\$46,6 bilhões em março. Apesar disso, as taxas dos ativos de crédito privado têm se mantido estáveis no período. 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.

Nesse cenário, o mercado de renda fixa apresentou um resultado misto no mês, com ativos pós-fixados apresentando uma rentabilidade em linha com o carregamento das taxas, os ativos pré-fixados com uma rentabilidade ruim devido à abertura da curva de juros, mas os ativos indexados à inflação apresentaram boa rentabilidade, visto que a abertura ocorreu principalmente devido à elevação da inflação implícita. Ainda existem incertezas com relação à economia americana e o início da flexibilização da política monetária, e com a trajetória do endividamento público do Brasil.

### Cenário internacional

Em maio, o SPX Index desafiou a tendência do "Sell in May and go away", valorizando 4,80% no mês. O ouro também continuou sua alta histórica, com uma valorização de 1,37%. O MSCI Europe valorizou 4,15%, enquanto o índice de mercados emergentes da MSCI subiu apenas 0,29%. O petróleo caiu -5,46%, o que pode ser positivo para a inflação. O *treasury* de 10 anos dos EUA reduziu de 4,68% no começo do mês para 4,50% no fechamento.

As expectativas iniciais para 2024 eram de cortes significativos nas taxas de juros pelo Fed e inflação caindo para 2%, fato que seria muito positivo para o S&P 500. No entanto, atualmente espera-se que o Fed corte as taxas uma ou duas vezes este ano, com a inflação próxima de 3%. Entretanto, apesar das mudanças no cenário, o S&P 500 teve desempenho positivo nos cinco primeiros meses do ano.

Nos Estados Unidos, o CPI de abril foi de 0,31% m/m (3,36% a/a), abaixo de março. A inflação de alimentos foi menor do que o esperado, enquanto a energia registrou aumento de 1,12%. O núcleo do CPI ficou em 0,29%, o ritmo mais lento desde dezembro de 2023, com deflação em veículos usados e novos, mas aumento nos preços de vestuário.

O PPI de abril aumentou 0,52% m/m, impulsionado pelos preços de energia e serviços. As vendas no varejo foram estáveis, mas abaixo do esperado, e a produção industrial também mostrou estabilidade. A ata do Fed destacou que a inflação ainda não mostrou progresso significativo em direção à meta de 2%. Um dos membros do conselho do Fed, Christopher Waller, adotou um tom mais moderado após dados econômicos mais fracos, indicando que vários meses de dados positivos são necessários antes de considerar a redução da política.

Esperam-se possíveis reduções de taxa em setembro, com base em dados de inflação e atividade econômica. O crescimento econômico está sólido, e a inflação persistente leva o Fed a manter as taxas de juros elevadas por mais tempo, sinalizando um *soft landing* semelhante aos anos 1990. As companhias estão agora focadas em como a Inteligência Artificial pode aumentar a produtividade econômica, com uma grande demanda por infraestrutura de IA.

Na zona do Euro, o PIB do primeiro trimestre de 2024 cresceu 0,3%, impulsionado por aumentos na Alemanha, Itália e França. A produção industrial subiu 0,6% em março, destacando uma recuperação significativa na Irlanda, mas com quedas em outros países. O CPI de abril subiu 0,6%, mantendo uma taxa anual de 2,4%.

O PMI composto aumentou, com a manufatura ainda abaixo dos 50 pontos, mas os serviços estáveis. O crescimento salarial negociado aumentou, impulsionado pela Alemanha, indicando uma recuperação do poder de compra. O cenário econômico mostra sinais de estabilização no setor industrial e crescimento contínuo do consumo, devido a salários reais mais altos. O mercado prevê uma alta probabilidade de corte de juros pelo BCE na próxima reunião, refletindo uma recuperação econômica positiva para o mercado de ações europeu.

Na China, os dados de abril mostraram um cenário misto, levantando preocupações sobre uma possível desaceleração econômica. O crescimento das vendas

no varejo caiu para 2,3%, com vendas de automóveis e eletrodomésticos desacelerando. O investimento em ativos fixos desacelerou para 4,2%, com investimentos em infraestrutura e manufatura liderando o caminho. A atividade industrial destacou-se em abril, impulsionada pela transição para a manufatura de alta tecnologia. Em resposta aos dados econômicos mais fracos, as autoridades chinesas revelaram medidas para estabilizar o setor imobiliário. O PMI de manufatura caiu para 49,5 em maio, sinalizando problemas adicionais de crescimento. Os dados de abril indicam que a baixa confiança econômica, entrincheirada nos últimos anos, levará tempo para se recuperar.

### 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. Seguiremos buscando oportunidades com boa relação de risco e retorno.

Na renda variável nacional, continuamos enxergando níveis de *valuation* bastante atrativos, o que se somou aos resultados das empresas melhores que o esperado pelo mercado, ou seja, o *valuation* está barato e os fundamentos estão melhorando. Além disso, a posição técnica está bem leve, com pouca alocação por investidores em geral. Acreditamos que essa combinação de fatores deve gerar retornos bem atrativos a frente, por isso continuamos com o máximo de risco nas carteiras.

Na renda fixa internacional, mantemos a *duration* das carteiras por volta de 3 anos. O alongamento recente da *duration* permitiu que capturássemos o fechamento da curva de juros americano ocorrido em maio. Continuamos vendo uma oportunidade 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. Essa estratégia, combinada com a *duration* apropriada da carteira, pode gerar retornos atrativos para os investidores a médio prazo.

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