

Cenário Internacional

Nos Estados Unidos, o adiamento do teto da dívida para o dia 1º de janeiro de 2025 teve importantes consequências para o mercado financeiro, levando o Federal Reserve (Fed) a adotar medidas extraordinárias. Como resultado, o balanço do Fed foi reduzido significativamente, chegando a cerca de USD 49 bilhões em maio deste ano, um valor consideravelmente abaixo da faixa de USD 500 bilhões - 600 bilhões, que é o alvo usual. Essa drástica redução, combinada com o empréstimo monetário implementado pelo Federal Reserve em resposta à quebra de alguns bancos regionais, resultou em uma injeção considerável de liquidez no mercado. Para lidar com essa situação, o Fed está realizando o chamado "Quantitative Tightening", que envolve a venda de títulos da dívida do governo dos Estados Unidos. Estima-se que sejam ofertados USD 1,3 trilhões desses títulos, o que provavelmente exercerá pressão no mercado de renda fixa. Essas ações do Fed visam controlar o excesso de liquidez no mercado e ajustar as condições financeiras de forma gradual e prudente. É importante monitorar de perto essas medidas e suas repercussões, uma vez que podem afetar tanto os mercados internos quanto os mercados globais, especialmente aqueles relacionados à renda fixa.

A economia americana continua a demonstrar resiliência, evidenciada pelo núcleo da inflação que superou as expectativas em maio e pelo mercado de trabalho aquecido, o que tem exercido pressão sobre a inflação no setor de serviços. Na mais recente reunião do Comitê Federal de Mercado Aberto (FOMC), foi decidida uma pausa estratégica no ciclo de aumento da taxa de juros do Fed Funds. O Comitê justifica essa pausa como uma forma de moderar o ritmo de aperto monetário adotado desde o ano passado, permitindo a coleta de mais dados para uma decisão futura mais embasada. Na nossa análise, apesar do ciclo de aumento de juros estar se aproximando do fim, a pressão persistente no mercado de trabalho sugere a necessidade de elevar os Fed Funds para manter a inflação em níveis consistentes com as metas estabelecidas. Essa perspectiva demanda uma abordagem de aumento gradual dos juros e uma estabilidade de longo prazo.

Na Zona do Euro, o Índice de Gerentes de Compras (PMI), que reflete o nível e a tendência da atividade econômica, registrou 43,4 em junho, uma queda em relação ao valor de 44,8 em maio. Essa diminuição marca o 12º mês consecutivo de valores inferiores a 50,0, indicando uma contração na atividade econômica. Essa situação demonstra que a política monetária contracionista adotada pelo Banco Central Europeu (BCE) está produzindo efeitos. Como resultado, o BCE decidiu elevar sua taxa de juros, uma vez que a inflação na zona do euro continua persistente, atingindo 5,5% e bem acima da meta oficial de 2%. Apesar da desaceleração acentuada na atividade econômica, a inflação atual ainda está distante da meta e as taxas de juros reais continuam negativas. Portanto, o BCE dependerá dos próximos dados econômicos para tomar decisões futuras. Acreditamos que há uma boa probabilidade de aumento das taxas de juros ainda este ano, sem previsão de cortes.

Na China, a economia segue mostrando acomodação do crescimento, uma vez que o PMI do setor industrial registrou o valor de 50,5 em junho, abaixo da leitura de 50,9 em maio. As atividades foram sustentadas pelo setor de manufatura chinês, que também desacelerou em junho, mas ainda se mantém em níveis de expansão. A recuperação econômica da China ainda não se estabeleceu em bases sólidas, uma vez que fatores-chave, como o crescimento interno e uma demanda mais fraca, permanecem com perspectivas incertas. Diante desse contexto de incertezas na economia chinesa, preferimos não ter exposições e acompanhar de perto os próximos dados de atividade da economia chinesa.

Cenário Nacional

No mês de junho, o mercado brasileiro foi marcado por uma melhora na percepção de risco pelos investidores, trazendo uma boa rentabilidade para as diversas classes de ativos. A reunião do Copom, no meio do mês, definiu a permanência da taxa de juros em 13,75%, mantendo uma política restritiva na economia. O comunicado pós-reunião do Copom mais uma vez apresentou um tom cauteloso, reforçando a atenção à persistente inflação, porém a ata divulgada na semana seguinte à manutenção abriu um espaço para a

redução dos juros na próxima reunião. Nesse último mês, também tivemos um arrefecimento da inflação, com o IPCA de maio fechando em 0,23%, abaixo das expectativas que estavam em 0,33%. O IPCA-15 de junho reforçou esse movimento com uma inflação mensal de 0,04%. O IPCA acumula alta de 3,94% nos últimos 12 meses. Os principais impactos têm sido relacionados diretamente a commodities, impactando os segmentos de Transporte e Alimentos. O núcleo da inflação, que exclui os preços mais voláteis, ainda está elevado.

Ao longo do mês, vimos que os indicadores econômicos se mantêm fortes, mesmo com o elevado nível dos juros reais. O PIB do 1T23 avançou 1,9% t/t e 4,0% a/a, acima das expectativas. O IBC-br foi de 0,56% m/m. Apesar disso, a produção industrial ficou em -0,60% m/m e em -2,70% a/a.

No último mês, a curva de juros do Brasil vem apresentando um fechamento relevante em reação a uma menor expectativa de crescimento global e a dados que têm indicado um arrefecimento na inflação, impulsionado pela queda de diversas commodities. Além disso, o avanço do projeto do Novo Arcabouço Fiscal no Congresso tem trazido um certo otimismo para o mercado, com uma maior previsibilidade na evolução da dívida pública do Brasil. Diante disso, o mercado tem ficado otimista quanto à trajetória dos juros e à velocidade do ciclo de baixa, mesmo com as sinalizações cautelosas dadas pelo Copom, precificando que o avanço da agenda fiscal está criando um ambiente de longo prazo mais propício para que o Banco Central trabalhe com menores taxas de juros. Esse cenário de fechamento na curva de juros tem impulsionado a rentabilidade dos títulos prefixados e indexados à inflação.

No mercado de crédito, após uma elevada volatilidade vista nos primeiros meses do ano, o mercado vem apresentando uma melhora significativa nos últimos dois meses. Isso vem ocorrendo pela melhora da liquidez do mercado onde os fundos voltaram a ter um saldo de captação positivo, além da melhora na percepção de risco. No mercado secundário, os spreads dos títulos negociados vêm apresentando um fechamento relevante, o que vem trazendo uma boa rentabilidade para os títulos. Ao longo do ano, a

abertura das taxas propiciou boas oportunidades de alocação em ativos de qualidade a taxas atrativas e, em sequência a esse movimento, o mercado começou a capturar os ganhos em decorrência do fechamento dos spreads.

Posicionamento

Na renda fixa americana, devido ao Quantitative Tightening realizado pelo Fed, esperamos que as novas emissões de Treasuries resultem em uma abertura das taxas e, consequentemente, uma depreciação de seus preços. Portanto, continuaremos alocando na parte mais curta da curva de juros americana, por dois motivos: primeiro, para proteger contra a provável desvalorização, que afeta principalmente os títulos de maior duration; segundo, para aproveitar a inversão da curva de juros americana e alocar em Treasury-Bills (títulos de dívida do governo americano de curto prazo), que oferecem taxas atrativas e alta liquidez.

No mercado de renda variável internacional, mantemos uma visão cautelosa devido à conjuntura econômica nos Estados Unidos. Apesar da taxa de juros estar acima das médias históricas, os índices S&P e NASDAQ se encontram em valuation altos comparativamente ao histórico observado, principalmente devido ao desempenho das empresas de tecnologia impulsionadas pelo tema Inteligência Artificial. Portanto, preferimos alocar em empresas de valor, que possuem geração de caixa no curto prazo. Por fim, reiteramos a manutenção da exposição em ouro, fundamentada principalmente na sua capacidade de atuar como reserva de valor. O ouro possui características defensivas que o tornam especialmente relevante em períodos de incerteza no mercado, associados a eventos econômicos como inflação, desemprego e possíveis cenários de recessão.

No mercado de renda fixa brasileiro, observamos uma redução das expectativas de inflação nos últimos meses. No entanto, é importante destacar que a inflação implícita ainda se encontra em patamares elevados, significativamente acima da meta estabelecida pelo Banco Central. Diante dessa dinâmica, enxergamos como uma oportunidade atrativa a alocação em títulos indexados à inflação,

devido ao prêmio elevado oferecido, à proteção em um possível cenário de aumento inflacionário e à possibilidade de capturar o estreitamento dos spreads em um ambiente mais favorável. No mercado primário de crédito, vemos uma melhora no apetite dos investidores. As emissões estão cada vez mais recorrentes e a demanda está elevada. Essa dinâmica contribui para uma rolagem mais tranquila das dívidas corporativas e para a normalização dos spreads de crédito no mercado secundário. Apesar disso, os spreads permanecem em patamares historicamente altos, inclusive em títulos de empresas de alta qualidade. Dessa forma, acreditamos que ainda há boas oportunidades de alocação – seja pelas altas taxas para carregar os ativos até o seu vencimento, seja pela continuidade do movimento de fechamento dos spreads que pode levar a mais ganhos de marcação a mercado.

No mercado de renda variável brasileiro, nossa carteira continua equilibrada, com exposição a setores mais defensivos, empresas com receita dolarizada e ao mercado doméstico. Historicamente, períodos de queda de juros têm sido benéficos para ativos de risco. É importante destacar que, mesmo nesse cenário, os prêmios de risco nos ativos brasileiros permanecem elevados. Ao comparar o Earnings Yield do IBOV com a taxa de juros real de 10 anos, encontramos um dos maiores spreads da série histórica, em torno de 4,5%. Além disso, o P/E forward de 12 meses do índice Small Caps está em um patamar inferior a 10x, em comparação com a média histórica de 15x. Dado o estágio do ciclo econômico, consideramos o aumento da exposição ao mercado de renda variável como uma oportunidade.