



Carta Mensal

# Palavra do Gestor





# Palavra do Gestor

O mês no mercado financeiro,  
por quem conhece o assunto



## Destaques

Nos EUA, os mercados têm reagido a surpresas positivas na atividade, com dados mostrando resiliência em especial no setor de serviços, e à dinâmica mais construtiva de dados de inflação, o que refletiu em ligeiro fechamento de juros curtos e ganhos no S&P.

## Crédito

O mês de julho foi um ótimo mês para os nossos fundos de crédito. Vimos um aumento da demanda de crédito de forma geral na indústria, principalmente nos nomes de melhor qualidade, chamados de high grade. Como nossa exposição é majoritariamente nestes ativos, a cesta do que investimos foi muito bem no mês, o que contribuiu de forma positiva para a performance dos fundos. A indústria de fundos de crédito parou de ter os resgates relevantes que ocorreram em alguns meses do primeiro semestre e passou a ter captações em alguns fundos. Aliado a isso, os fundos, que ficaram menos alocados à espera do que poderia vir, puderam reduzir a liquidez. Com um cenário mais positivo e de menos incertezas, a demanda por crédito corporativo aumentou bastante. Já a oferta de crédito ficou mais escassa no mercado secundário e com poucas emissões no mercado primário. Isto fez com que os spreads dos ativos caíssem, gerando um ganho de curto prazo.

Acreditamos que ainda exista um bom espaço para fechamento, dado o nível de prêmio atual. Para se ter uma ideia, o IDA-DI (índice de debêntures da Anbima), que estava na casa de CDI+1,70% na virada do ano, está na casa dos CDI+ 2,40%, mostrando um potencial de ganho. Do lado dos créditos bancários a demanda continua muito forte pois estes são considerados de baixíssimo risco. Vimos um fechamento relevante nos últimos meses, e achamos que ainda exista espaço para ganhos, embora de menor magnitude que os corporativos. Assim, com uma carteira robusta e diversificada, acreditamos estarmos bem posicionados para aproveitar um mercado mais favorável de crédito privado nos próximos meses.

## Renda Fixa

No cenário internacional, FED e ECB voltaram a subir juros – movimento já esperado – e agora o mercado avalia se os ciclos de aperto de política monetária chegaram ao fim dado que o processo de desinflação, embora lento, continua acontecendo. Na China, seguem os esforços para estimular a economia. E depois de algum tempo, a guerra da Rússia/Ucrânia voltou a afetar o mercado de commodities. Assim, vimos bolsas globais e commodities avançando – com destaque para recuperação do petróleo.

No Brasil, as bases da Reforma Tributária foram aprovadas na Câmara e do lado econômico o mercado de trabalho segue apertado enquanto a inflação anima no headline e difusão mas ainda preocupa em serviços. Num ambiente mais benigno e após a mudança de função reação do BC sinalizada anteriormente, o mercado está dividido apenas sobre o pace que o COPOM iniciará o ciclo de corte de juros em agosto. E novamente Bolsa e Real apresentaram valorização, já a Renda Fixa Local teve um mês de certa acomodação com desempenho aquém do CDI e movimento de inclinação da curva de juros nominais.

Adiante, na conjuntura internacional os próximos dados de emprego e inflação testarão a hipótese de fim de ciclo para o FED. Ainda, monitoraremos a retomada nos preços de commodities, que até então haviam contribuído para a queda de inflação ao redor do mundo – internamente esse risco tem sido controlado no curto prazo pela defasagem na paridade que a Petrobras vem trabalhando.

No Brasil, com a precificação de Selic em 9% a.a. em 2024, não vemos assimetrias em juros nominais, atuando apenas em estratégias de valor relativo em vértices mais longos. Já na curva de juros reais e inflação, diante de um BC mais propenso a tomar riscos e do cenário de commodities descrito, esses ativos podem ganhar atratividade a frente.

Ainda, seguimos cautelosos com os riscos fiscais, atentos a eventuais triggers nessa direção.

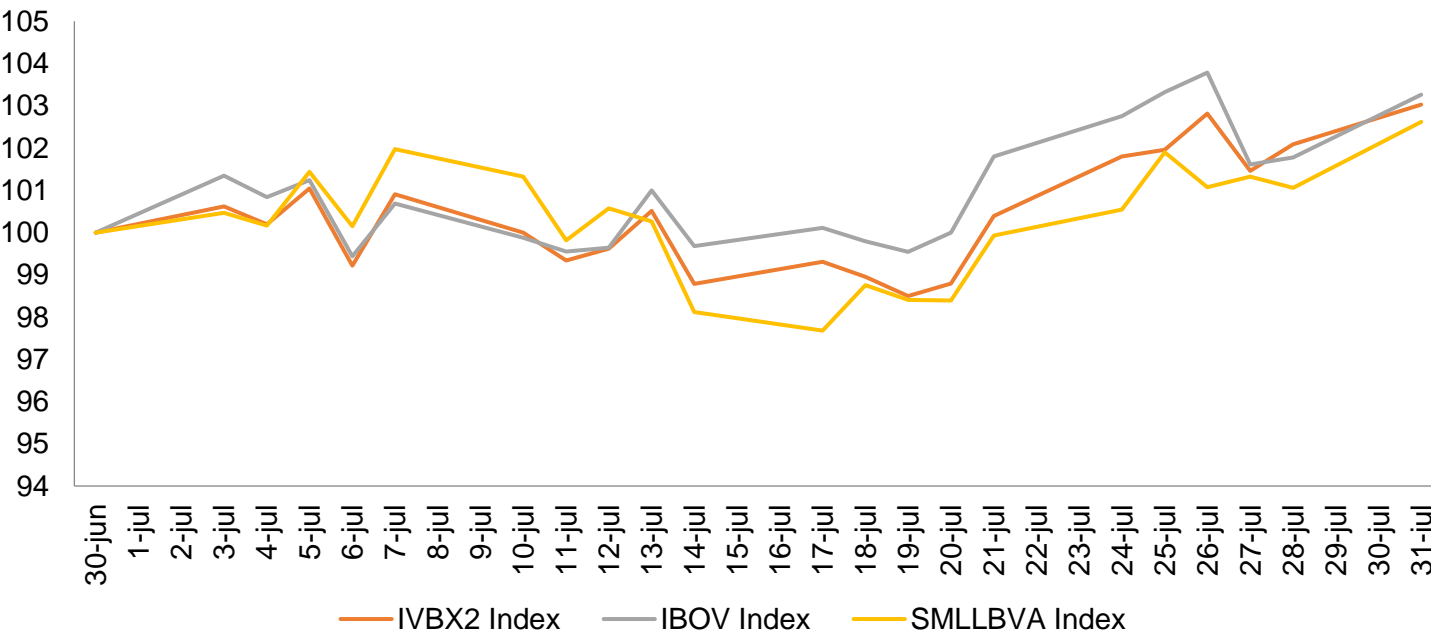
## Bolsa

O Ibovespa encerrou o mês com valorização de +3,27%. Os demais índices tiveram as seguintes variações: S&P 500 +3,11% (USD), Euro Stoxx +1,64% (EUR) e Nikkei -0,05% (JPY). Nas commodities, o petróleo tipo Brent fechou em US \$ 85,46 (+13,84% no mês) e o minério de ferro em US \$107,45 (+0,56% no mês).

Mais um mês de valorização para os ativos de risco (ações, commodities). Ibovespa acumula 4 meses consecutivos de alta, movimento iniciado em março um mês após o início do movimento no mercado americano que acumula 5 meses de altas consecutivos. A bolsa americana está à 3,7% da máxima histórica com a expectativa que o ciclo de aperto monetário iniciado em março de 2022 está próximo do fim. O FED aumentou os juros em 0,25%, elevando a taxa para 5,5%, patamar mais elevado em 20 anos, deixando a porta aberta para mais uma alta. “O Fomc vai continuar avaliando informações adicionais e suas implicações para a política monetária”. No Brasil a situação é diferente, como os últimos dados de inflação vieram melhores que as estimativas, o que reforçou a expectativa de início de corte de juros que já pode acontecer na reunião de agosto. Os analistas estavam divididos entre um corte de 0,25% ou de 0.5%.

Em julho foi aprovado a reforma tributária na câmara, o texto seguirá para congresso. O ambiente de início de corte de juros tende a ser favorável para o mercado de ações. Continuamos posicionados em ações que se beneficiam com a queda de juros. Essas empresas geralmente estão nos setores de construção civil, transporte, consumo.

## Retornos Renda Variável



# Cenário Macro

## Economia Brasileira

### Frontloading fortalecido

Em 02/agosto ocorreu a 256ª reunião do Comitê de Política Monetária, o famoso Copom. A diretoria do Banco Central do Brasil (BCB) decidiu por um corte de 50pb da taxa Selic, surpreendendo a projeção dos economistas e a precificação de mercado. No comunicado o Copom sinalizou que para as próximas reuniões antevê cortes de igual magnitude como adequado.

**Na Palavra do Gestor de junho explicamos a revisão do nosso cenário para a taxa Selic após o ajuste na comunicação da autoridade monetária.** Destacamos que prevíamos um início cauteloso - com corte de 25pb - na reunião de agosto, seguido pela intensificação do ritmo de cortes, finalizando 2023 com dois cortes de 75pb. A surpresa na intensidade do corte executado pelo BCB só fortalece o diagnóstico de que o cenário base é de aceleração do ritmo de cortes. O cenário macroeconômico a frente é pró aceleração de ritmo devido a desaceleração da atividade econômica, e da continuidade do processo de desinflação em curso. Esse cenário mais promissor tende a se sobrepor a sinalização de que o plano de voo é a manutenção de ritmo. **Neste sentido, destacamos que o fato da comunicação prévia da reunião advogar por cautela e parcimônia - que é tradicionalmente lido como sinalização de 25pb - não impediu que o Copom decidisse por um corte de 50pb, surpreendendo o mercado.** Assim, avaliamos que o processo decisório da autoridade monetária é guiado, primordialmente, pela percepção do comitê do balanço de riscos para inflação, de modo que os demais determinantes, como a sinalização precoce e as projeções de inflação, tem influência secundária.

*“Como resultado, mantemos a visão que o cenário base é de aceleração do ritmo de cortes no final do ano.”*

Natalie Victal,  
economista-chefe

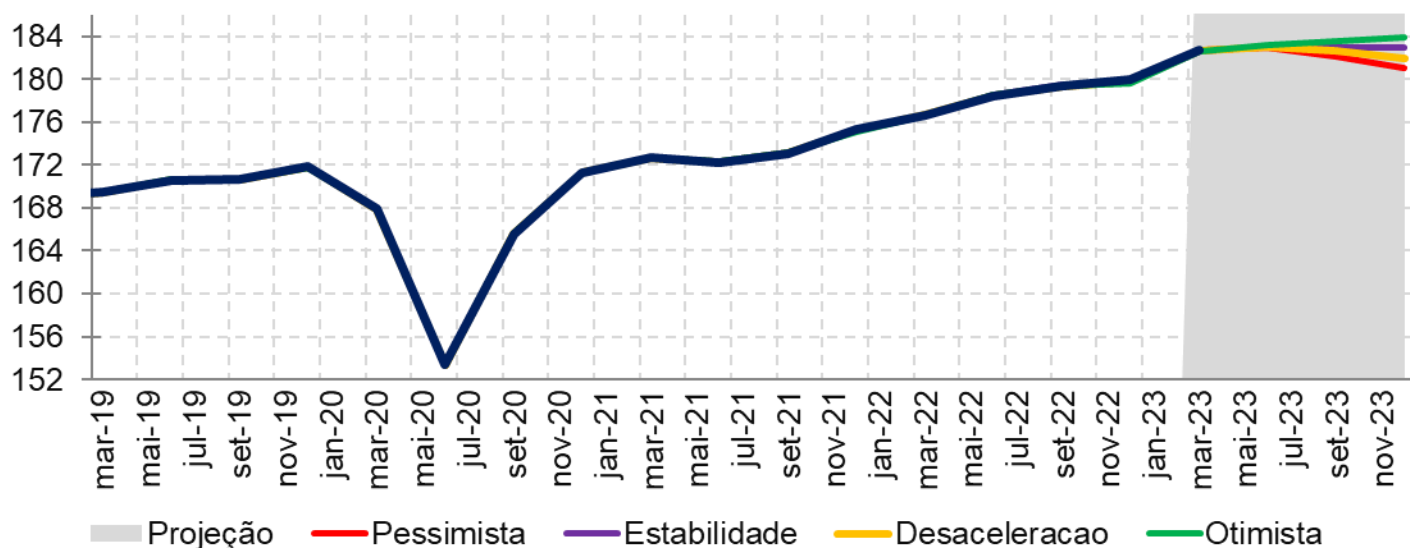


Dado o diagnóstico de dependência dos dados, avaliamos que o cenário macro tem uma assimetria para intensificação no ritmo de cortes. A projeção de PIB do Focus tem implícita nela crescimento negativo no quarto trimestre. **Mesmo um cenário de estabilidade no semestre, tem implícita nele uma moderação da atividade.** Assim, a barra para que os dados de atividade econômica potencializem o debate sobre o ritmo de cortes da taxa Selic nos parece baixa. Ademais, um panorama neutro ou benigno de inflação de serviços também tem potencial de catalizar esse debate. Pensando em uma árvore de possibilidades nas quais temos 4 desdobramentos possíveis para o PIB - crescimento positivo, estabilidade, desaceleração gradual, e recessão técnica, e 3 panoramas possíveis da inflação de serviços - alta, neutra e baixa, vemos apenas duas combinações - em 12 possíveis - em que o cenário de 50pb é visto como estritamente dominante pelos mercados. São eles: crescimento positivo - PIB ao redor de 2.7% - e inflação elevada; e estabilidade econômica - PIB ao redor de 2.4% - e inflação elevada.

**Como resultado, mantemos a visão que o cenário base é de aceleração do ritmo de cortes no final do ano.**



## PIB I Sazonalmente ajustado



## Cenário Macro

### Economia Internacional

#### Desinflação perfeita e pouso suave nos EUA?

Os dados econômicos divulgados em julho nos EUA ajudaram a aumentar o otimismo dos mercados. A atividade surpreendeu para cima e a inflação surpreendeu para baixo. Com isso, parte dos economistas e do mercado começa a acreditar que os EUA podem ter o que se chama de “pouso suave” (soft landing), ou seja, diminuição da inflação para a meta sem que haja uma recessão. Mas seria isso realmente possível?

Desde 1947 houve 12 recessões nos EUA, segundo a datação do NBER (National Bureau of Economic Research). Nesses períodos houve queda da inflação causada pelo aumento do desemprego. Em apenas três outros casos houve redução da inflação sem que o país entrasse em recessão e houvesse aumento do desemprego (1963, 1987 e 1995). Esse vento, de “soft landing”, é, portanto bem raro em termos históricos.

Os dados que saíram em julho realmente foram bons para essa narrativa de “soft landing”. O PIB do 2º trimestre surpreendeu

positivamente, com crescimento anualizado de 2,4%, basicamente não desacelerando nos últimos 4 trimestres, e com crescimento puxado pelos investimentos e consumo das famílias. A inflação ao consumidor ficou mais baixa que esperado, em especial no núcleo de serviços excluindo preços ligados ao setor imobiliário, que é destacado pelo presidente do Fed, Jerome Powell, como importante. Esse núcleo ficou em 0,2% M/M pelo segundo mês seguido, número próximo ao que prevalecia antes da pandemia e que seria condizente com inflação na meta de 2%.

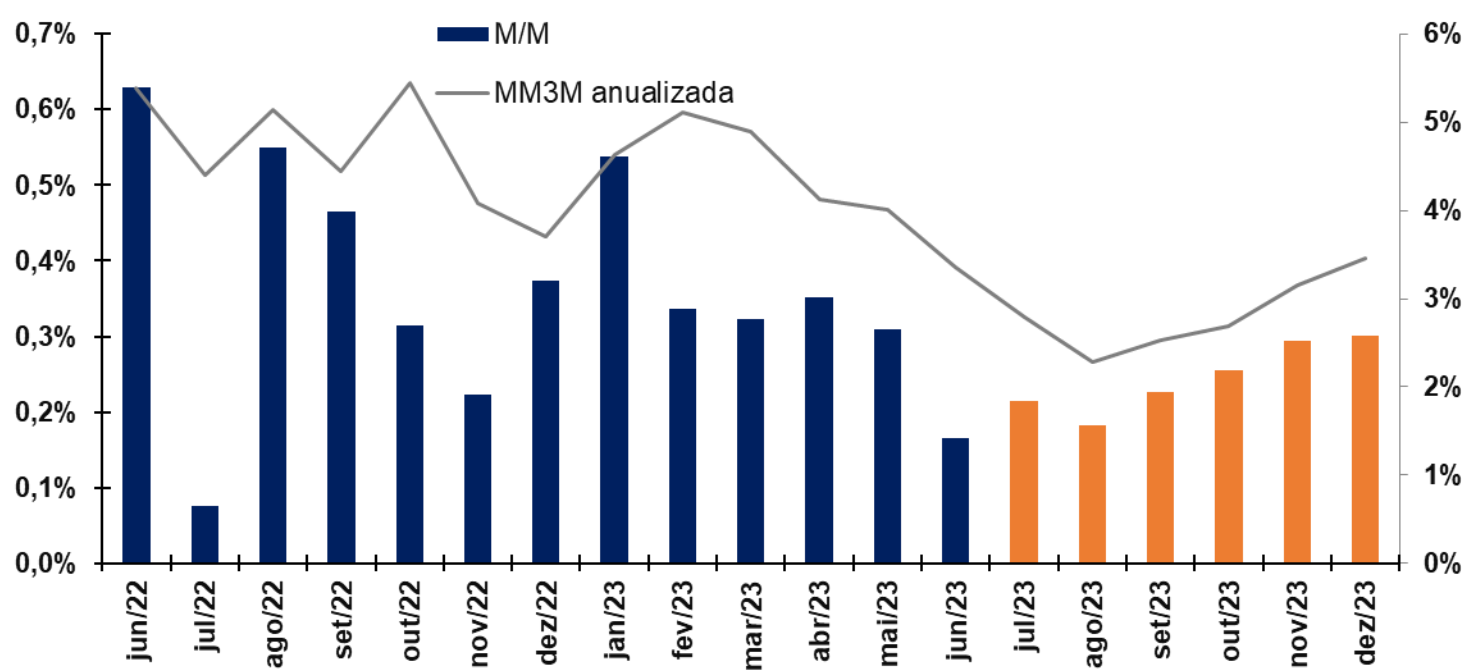
Algumas questões, no entanto, tornam essa possibilidade de “soft landing” difícil, na visão da SulAmérica Investimentos. A taxa de desemprego muito baixa deve seguir pressionando a inflação de serviços no médio prazo. Greves de importantes setores nos EUA mostram que os trabalhadores parecem perceber que detêm ainda muito poder de barganha e que podem ter suas demandas de reajustes salariais acima da inflação atendidas. Os dados de salários estão desacelerando, mas ainda se encontram em patamar de crescimento elevado e não condizente com a meta de

inflação de 2% ou com os ganhos de produtividade atualmente ou historicamente vistos. O setor imobiliário, por sua vez, está mostrando sinais de vitalidade mesmo com a taxa de juros tendo subido 525 pb nos últimos 15 meses. Há diversas razões para isso, em especial do lado da oferta do setor, mas isso mostra que a potência da política monetária nesse setor diminuiu. Os preços ligados ao setor imobiliário, dessa forma, não devem convergir para o patamar condizente com a meta.

Nos próximos meses o núcleo de inflação excluindo alimentação e energia deve ter um comportamento bom, com números baixos puxados pelos preços de bens industriais,

ajudados pela normalização das cadeias de produção. No entanto, a inflação de serviços deve seguir elevada pelos fatores apontados acima, tornando a convergência da inflação para a meta mais difícil. A queda dos núcleos do patamar de 5,4%, visto na metade do ano passado, para 4% já ocorreu, e deve prosseguir para em torno de 3,5% no próximo trimestre. No entanto, a queda desses 3,5% para 2% deve se provar mais difícil pelos fatores apontados acima. Assim, o mercado financeiro pode aproveitar um bom momento em termos de expectativa de política monetária nos próximos meses, mas pode ter outro comportamento no final do

EUA – PCE – Deflator – Núcleo ex energia e alimentos



# Comportamento do Mercado

Nos EUA, os mercados têm reagido a surpresas positivas na atividade, com dados mostrando resiliência em especial no setor de serviços, e à dinâmica mais construtiva de dados de inflação, o que refletiu em ligeiro fechamento de juros curtos e ganhos no S&P. O núcleo da inflação ao consumidor teve variação de 0,2% M/M em junho, abaixo do esperado pelo consenso de mercado e consistente com desaceleração para 4,8% na comparação interanual. O núcleo da inflação medida pelo PCE variou 0,2% M/M em junho, em linha com o esperado e inferior ao dado anterior, levando a alta interanual a 4,1%. Em termos de política monetária, o FOMC elevou o intervalo da taxa básica de juros em 25 pb, conforme amplamente esperado. O comunicado trouxe poucas mudanças, mas o discurso de Powell enfatizou a postura do comitê de dependência dos dados na calibragem da próxima decisão. Deste modo, nosso cenário base ainda leva em consideração uma alta de juros adicional de 25 pb até o final de 2023.

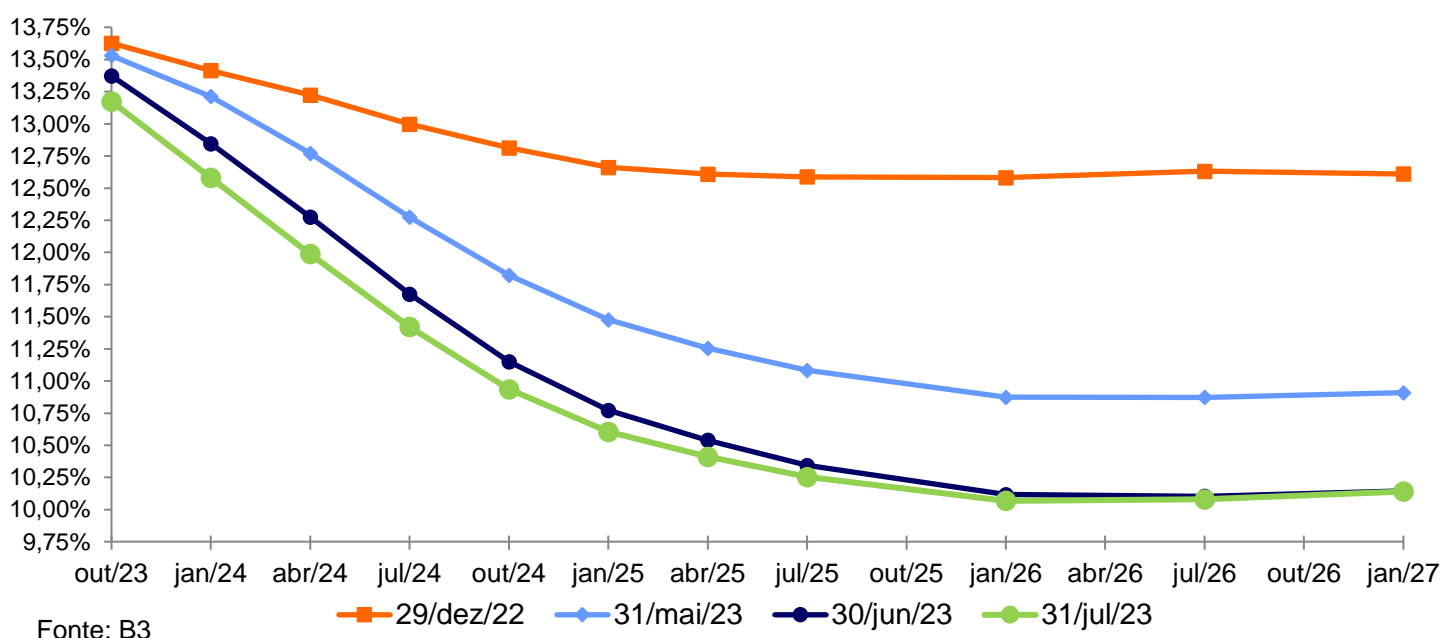
Na Europa, a atividade tem mostrado desaceleração e os riscos atuam em maior grau na direção baixista. O núcleo da inflação ao consumidor tem se mantido em patamares historicamente elevados (5,3% A/A em maio) e incompatíveis com o cumprimento do regime de metas. O ECB elevou as taxas referenciais em 25 pb na reunião de julho, em linha com o esperado pelos mercados. No comunicado, o comitê sinalizou que deve manter a abordagem de dependência dos dados e que segue comprometido com a convergência da inflação à meta de 2%, de modo que a política monetária permaneça em terreno restritivo. Assim, projetamos alta adicional de 25 pb após pausa em setembro.

Na China, com sucessão de surpresas baixistas de inflação e ausência de pressões no panorama inflacionário, o foco permanece

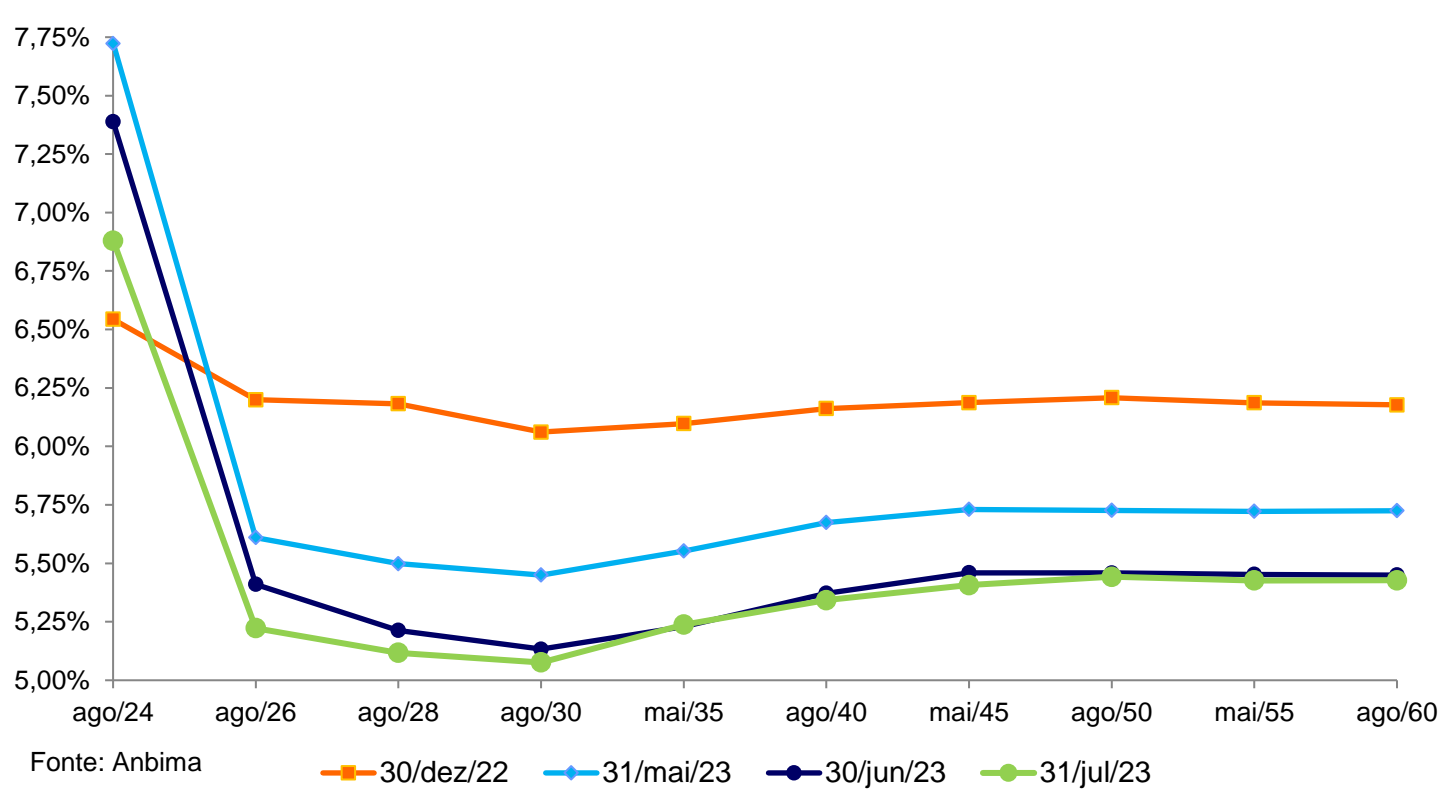
sobre a atividade e a calibragem dos estímulos para o crescimento de 2023. A bateria de dados de atividade referentes a junho, divulgada neste mês, surpreendeu negativamente as expectativas de mercado e mostrou PIB do 2º trimestre mais fraco do que o esperado (6,3% A/A vs. 7,1% A/A), com expansão de 0,8% na leitura trimestral. Os PMIs também mostraram alguma desaceleração em julho, ainda que o setor de serviços siga em campo expansionista. Neste mês, foram anunciados estímulos ao setor imobiliário e o governo chinês fez sinalizações no encontro do Politburo quanto à intenção de promover estímulos monetários via cortes de juros.

No Brasil, a performance dos ativos domésticos em julho continuou associada à conjuntura macroeconômica local, caracterizada pelo ambiente de maior propensão à tomada de risco dada a iminência do início do ciclo de cortes de juros, o que refletiu em ganhos em bolsa local e fechamento da parte curta da curva de juros, enquanto a taxa de câmbio persistiu no movimento de apreciação contra o dólar. No front da atividade, têm se destacado a resiliência do mercado de trabalho e o setor de serviços. Os dados de inflação ao consumidor divulgados em julho, que incluem o IPCA de junho e o IPCA-15 de julho, mostraram deflação. As variações negativas foram puxadas por Alimentação e Transportes, refletindo o impacto dos descontos anunciados pelo governo para aquisição de carros populares, que reduziram os preços de automóveis. Em termos de composição qualitativa, a prévia da inflação de julho mostrou recuo da média dos núcleos e dos serviços subjacentes, que desaceleraram na esteira de itens ligados à Habitação, como Aluguel Residencial e Condomínio.

## Curva de Juros Nominais



## Curva de Juros Reais



## Índices de mercado

Variação	Julho	Ano	Variação	Julho	Ano
CDI	1,07%	7,64%	IGP-M	-0,72%	-5,15%
IBOV	3,27%	11,13%	IPCA-15	-0,07%	3,09%
IBX-50	3,70%	8,84%	IRF-M	0,89%	10,59%
IBX-100	3,32%	10,13%	IMA-B 5	0,97%	8,08%
US\$	-1,61%	-9,13%	IMA-B	0,81%	12,27%



# Economia Brasileira

## Projeções

		2018	2019	2020	2021	2022	2023(p)	2024 (p)
PIB - crescimento real	Var %	1,8	1,4	-3,3	4,6	2,9	1,9	1,5
IPCA	% ao ano	3,8	4,3	4,5	10,1	5,8	4,8	4,0
Meta IPCA	% ao ano	4,5	4,3	4,0	3,8	3,5	3,25	3,00
IGP-M	% ao ano	7,6	7,3	23,1	17,8	5,4	-3,0	3,7
Juro Selic - média ano	% ao ano	6,6	6,0	2,8	4,8	12,5	13,20	9,50
Juro Selic - dezembro	% ao ano	6,50	4,50	2,00	9,25	13,75	11,25	9,00
Tx Câmbio - média ano	R\$/US\$	3,65	3,95	5,16	5,39	5,16	4,92	4,84
Tx Câmbio - dezembro	R\$/US\$	3,88	4,11	5,15	5,65	5,28	4,80	4,86
Risco País (CDS)	bps	208	99	143	205	254	180	200
Resultado Fiscal Primário	% do PIB	-1,5	-0,8	-9,5	0,7	1,3	-1,0	-0,9
Dívida Líquida	% do PIB	52,8	54,6	63,0	57,3	57,5	61,0	64,0
Dívida Bruta	% do PIB	75,3	74,3	89,2	80,3	73,5	75,6	78,9

(p) projeções

## Disclaimer

Este documento foi produzido pela SulAmérica Investimentos, com fins meramente informativos não se caracterizando como oferta ou solicitação de investimento ou desinvestimento de ativos; Apesar do cuidado utilizado tanto na obtenção quanto no manuseio das informações apresentadas, a SulAmérica Investimentos não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, nem tampouco por decisões de investimento tomadas com base nas informações contidas neste documento, as quais podem inclusive ser modificada sem comunicação; RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE DE FUTURA. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS. FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR, DO GESTOR, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU DO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO FGC. DESCRIÇÃO DO TIPO ANBIMA DISPONÍVEL NO FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES. LEIA A LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS, O FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES E O REGULAMENTO ANTES DE INVESTIR. Para avaliação da performance de um fundo de investimento, é recomendável a análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. ESTE FUNDO UTILIZA ESTRATÉGIAS QUE PODEM RESULTAR EM SIGNIFICATIVAS PERDAS PATRIMONIAIS PARA SEUS COTISTAS. Não há garantia de que o fundo terá tratamento tributário para fundos de Longo Prazo. MANTENHA SEMPRE SEUS DADOS CADASTRAIS ATUALIZADOS. A ATUALIZAÇÃO CADASTRAL É FUNDAMENTAL PARA UMA COMUNICAÇÃO MAIS EFICIENTE, SEGURA E CONTÍNUA. EM CASO DE DÚVIDAS, LIGUE PARA NOSSA CENTRAL DE RELACIONAMENTO PELO NÚMERO 0800 0178700 OU ENVIE E-MAIL PARA [investimentos@sulamerica.com.br](mailto:investimentos@sulamerica.com.br). Ouvidoria: 0800 725 3374. SAC | Reclamações, Cancelamentos e Informações Institucionais: 0800-722-0504. Para mais informações, acesse: [www.sulamericainvestimentos.com.br](http://www.sulamericainvestimentos.com.br)

