



Ajustando as Velas

Agosto de 2023

Macro & Estratégia
Acqua Vero



Ajustando as Velas

Agosto de 2023

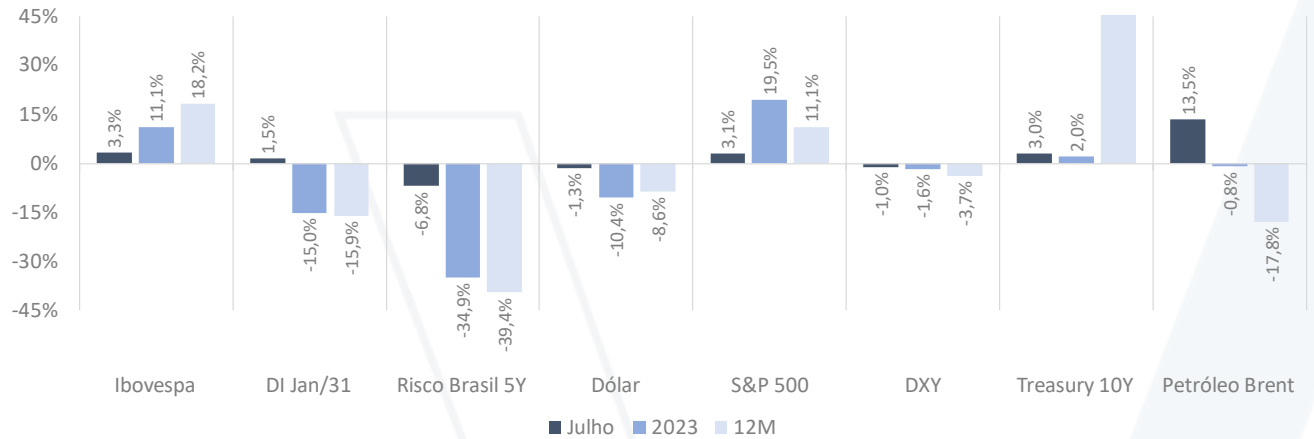


Antonio van Moorsel
Estrategista-chefe

Sumário

O mar em julho e o horizonte à frente	4
Estados Unidos.....	5
Europa.....	6
China	8
Brasil.....	9
Projeções	12
Estratégias de navegação	13
Pós-fixado.....	13
Prefixado.....	14
Inflação.....	14
Multimercado.....	14
Renda Variável.....	15
Fundo Imobiliário.....	15
Portfólios.....	15
Glossário.....	16
Disclaimer	17

O mar em julho e o horizonte à frente



Catalisando a reversão do pessimismo observada ao longo do segundo trimestre, julho agregou à série de meses cujo **otimismo imperou nos mercados** mundo afora. O sentimento auspicioso deriva sobretudo da **resiliência econômica**, a despeito da austeridade dos bancos centrais para domar a inflação ainda elevada. O **Fundo Monetário Internacional elevou a projeção para a expansão global neste ano para 3,0%**. Embora indique desaceleração da atividade após o aumento de 3,5% em 2022, o resultado é superior à estimativa anterior, de 2,8%. Para 2024, a expectativa de 3,0% se manteve inalterada. Apesar da visão global mais otimista, o FMI alertou que as **perspectivas parecem frágeis comparadas ao crescimento médio** de 3,8% nas duas décadas anteriores à crise sanitária de 2019 e que “o balanço de riscos para o crescimento global continua inclinado para o lado negativo”. De acordo com o economista-chefe do fundo, “a maior ameaça ainda é a inflação”.

Embora haja resiliência na economia, “o momentum está diminuindo” no decurso da política monetária restritiva dos bancos centrais para regular o avanço dos preços. Não obstante, o **FMI recomenda que as autoridades evitem** a flexibilização antes de coletar evidências irrefutáveis e suficientes que confirmem a sustentabilidade da trajetória cadente verificada em leituras recentes, genericamente, para frustrar eventual **relaxamento precoce** e os impactos deste

oriundo à credibilidade da autarquia. Dessarte, as taxas de **juros tendem a permanecer em patamares restritivos por tempo indeterminado**, sobretudo nas regiões cujo núcleo inflacionário exibe persistência, **quicá superior ao estimado pelos agentes**. Fato este, por sua vez, que delinea a perspectiva frágil para o crescimento da atividade global.

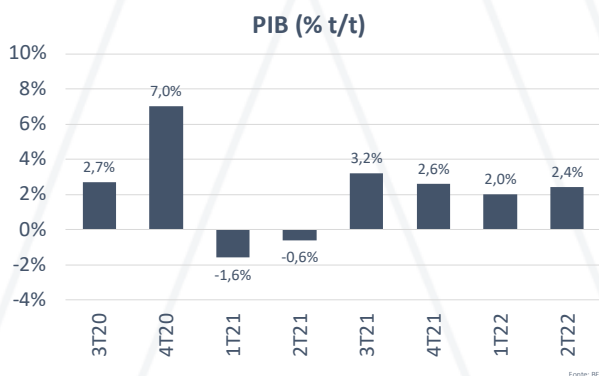
Petróleo Brent (US\$/barril)



Ademais, convém salientar um **importante vetor de alta presente no balanço de riscos: as commodities**. O recrudescimento da guerra no leste europeu, com a saída da Rússia do acordo de grãos que permitia à Ucrânia exportar por um corredor no Mar Negro, em conjunto com eventos climáticos (e.g. *El Niño*) tende a **pressionar os preços dos alimentos**. Em paralelo, a atividade mais forte incita o consumo de petróleo e, por conseguinte, o **preço do barril**. No mês passado, o óleo tipo Brent avançou 13,5%.

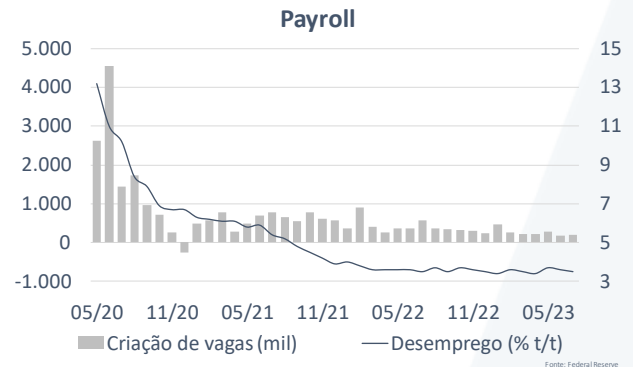
Estados Unidos

A maior economia do mundo avança surpreendendo positivamente e, assim, **aumenta a probabilidade de materialização do *soft landing*** – quando a inflação recua sem que haja recessão econômica. De acordo com a leitura preliminar do PIB do 2T23, os **Estados Unidos expandiram ao ritmo anualizado de 2,4%** no período. O resultado, além de constatar a **resiliência do consumo** norte-americano, sustido pelo setor de serviços, denota o **ganho de ímpeto da atividade** em comparação ao 1T23, quando houve crescimento de 2,0%. À luz dos **fundamentos ainda robustos para o consumo**, dentre os quais destacam-se o baixo nível do desemprego, os ganhos salariais reais, a elevada poupança, o ordinário patamar de endividamento e inadimplência e a retomada da confiança, julgamos que a **economia continuará sendo apoiada pelo alto gasto dos consumidores**. Estimamos crescimento de 2,0% do PIB neste ano, em harmonia com o *staff* do Fed que não está mais projetando recessão branda no final de 2023.



Jerome Powell, presidente do BC dos EUA, revelou que a **reversão do prognóstico recessivo representa um risco no cenário inflacionário** à frente. Contudo, neutralizou a austeridade do comentário afirmando que está menos desconfortável com o atual quadro laboral, devido à melhora no balanço entre oferta e demanda. **Em julho foram criados 187 mil postos** em termos líquidos, segundo o principal relatório de emprego do país. O resultado, além de surpreender positivamente a projeção, sinaliza o **arrefecimento ante o mês anterior**. Contudo, a **taxa de desemprego**

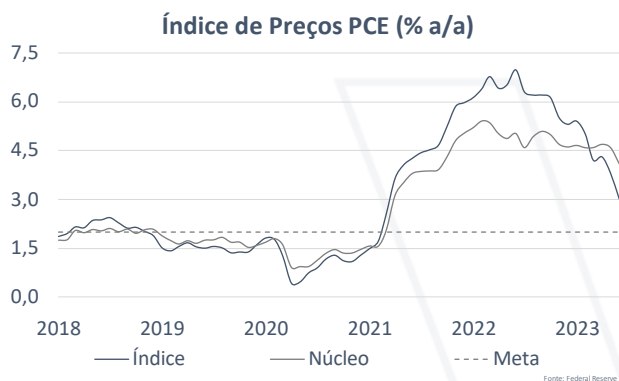
recuou a **3,5%** concomitantemente à manutenção da taxa de participação, **salientando o maior ímpeto**.



Outro elemento a comprovar o quadro apertado é o **avanço dos salários de 0,42% na margem e 4,36% no confronto interanual**, ambos acima das respectivas projeções e leituras anteriores, indicando a **dinâmica salarial incompatível com a convergência da inflação à meta**. Convém observar que tal expansão aponta a demanda robusta por trabalhadores e sugere que o ritmo ameno de contratações se deve mais à falta de candidatos disponíveis, fato este que, por sua vez, **corroborar a força do mercado de trabalho, além de complexificar a redução das pressões inflacionárias**. Conjuntamente a outros indicadores, é notório que o **desequilíbrio atual é inferior ao visto no passado, mas a totalidade dos dados é antagônica ao objetivo do Federal Reserve**. O resultado, por conseguinte, não é forte o suficiente para converter a ala *dovish* do comitê, tampouco os membros *hawkish*, pois de um lado está a menor criação de novas vagas e de outro o recuo do desemprego e a expansão salarial. Em outras palavras, o **relatório de julho não elucida o dilema da autoridade monetária norte-americana**.

Apesar da **pujança econômica**, as leituras recentes dos índices de preços evidenciam a **dinâmica mais benigna das pressões inflacionárias na margem**. Alvo da política monetária do Federal Reserve, o deflator do **PCE desacelerou em junho ao menor nível desde março/21**. O indicador constatou que a inflação ao consumidor avançou **3% na comparação interanual**, variação inferior à anterior, de 3,8%. O **núcleo**, mais valioso por captar a tendência prospectiva ao excluir

itens cujos preços são sobremaneira voláteis, como energia e alimentos, exibiu **notável desaceleração de 4,6% para 4,1%** ante junho do ano passado.

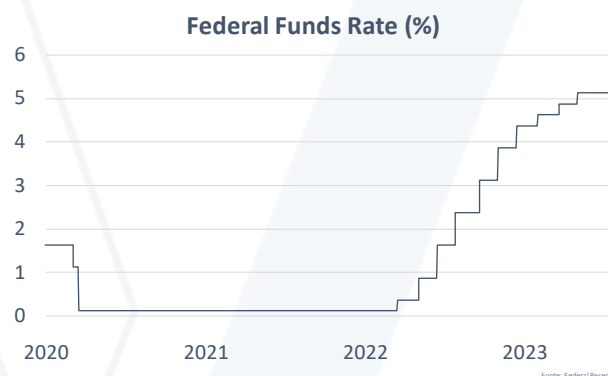


Enfatizando a **resiliência dos consumidores à taxa de juros restritiva** e avalizando os argumentos para que a autoridade monetária do país permaneça firme, os **gastos com consumo cresceram 0,5%** na margem e, portanto, aponta o **ganho de ímpeto**, inclusive acima do projetado, por sua vez exortado pela expansão da renda pessoal de 0,3% ante maio. Nada obstante a desinflação em curso, o dado pressionado pelo setor de serviços, posto o quadro do mercado de trabalho, em paralelo à majoração do gasto dos consumidores **corroborar a narrativa de “pouso suave”** e, por outro lado, a **necessidade de cautela por parte do FOMC** na condução da taxa de juro, nomeadamente acerca do início da flexibilização monetária, para, conforme advertência do FMI, **evitar o afrouxamento precoce** – próxima tônica dos mercados – e seus indesejados efeitos colaterais.

Testemunhando o ritmo moderado de crescimento da economia, o Comitê Federal de Mercado Aberto do **Federal Reserve deliberou o ajuste dos juros** em 25 pontos-base unanimemente, **à faixa entre 5,25% e 5,50%** – a mais elevada desde janeiro de 2001. O comunicado pontuou novamente o mercado laboral robusto e a inflação alta, **reiterando o compromisso em retornar à meta e a vigilância para ajustar, caso seja necessário, a orientação da política monetária**. Cerne dos questionamentos mundo afora, Jerome Powell esclareceu na coletiva que a autarquia ainda não determinou o veredito de setembro, quando a

próxima reunião ocorrerá. O **presidente do Fed disse não descartar outra eventual elevação, tampouco a manutenção, haja vista a dependência dos dados**.

Contudo, observou que a persistência das pressões subjacentes, ainda duas vezes acima da meta, apoia a **conservação da política monetária restritiva “por algum tempo”**, sem cortes neste ano, e acrescentou que um ritmo “mais gradual” de aperto não significa que o juro será elevado em reuniões alternadas, pois “nós podemos ser mais pacientes”. Sem mencionar uma pausa ou o final do ciclo, o **BC norte-americano manteve as portas abertas para outro ajuste** à frente a depender das leituras vindouras dos indicadores referentes aos preços e ao mercado de trabalho. No entanto, haja vista a paciência permissiva, é possível que o FOMC opte pela **manutenção em setembro e alcance o nível terminal em novembro, após ajuste derradeiro de 25 pontos-base**, entre 5,50% e 5,75%.

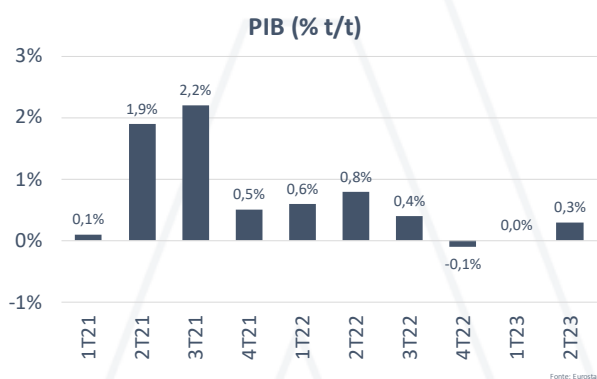


À luz do **elevado grau de incerteza**, citado também por Powell, sabemos que o balanço de riscos para o nosso cenário é baixista, mas optamos por mantê-lo por ora, até que dados eventualmente sinalizem o contrário. Convém pontuar que, alternativamente à implementação de outro ajuste, o **colegiado poderia adiar o início do ciclo de afrouxamento no próximo ano**, prolongando o horizonte do aperto monetário.

Europa

O **Produto Interno Bruto da Zona do Euro expandiu 0,3% no 2T23** ante os três primeiros meses do ano,

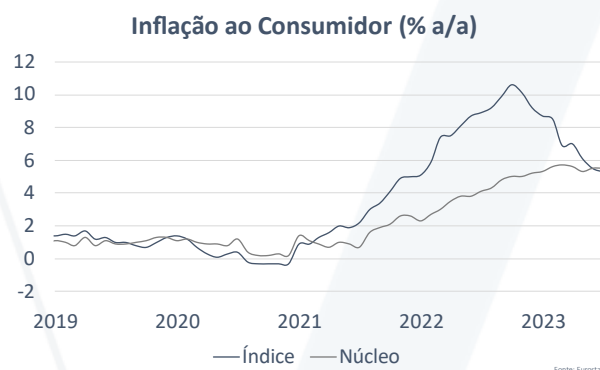
segundo dados preliminares divulgados pela agência de estatísticas da União Europeia. Porém, a despeito da leitura superar a expectativa de alta mais branda, de 0,2%, o **resultado é mais otimista do que parece**, haja vista o **impulso insólito** oriundo do crescimento acima da média da Irlanda – cujas contas nacionais são notoriamente voláteis e têm pouca relação com a atividade concreta. Outro elemento que **mascara a inexatidão do indicador e, portanto, contribui com a falsa sensação de crescimento**, é o PIB francês, pois foi induzido pela entrega, também inabitual, de um grande navio de cruzeiro. Excluindo-se tais fatores, a expansão da região de moeda única seria pífia.



Segundo pesquisa trimestral do ECB, a **demandas de empresas do bloco por empréstimos atingiu mínima histórica** no último trimestre e, à medida que bancos continuam limitando o acesso ao crédito, é plausível outra queda no período atual, concomitantemente às taxas de juros elevadas e à confiança minguada que reprimem a atividade. Em conjunto, tais fatores nutrifcam, somados a outros indícios, a **conjectura econômica frágil e suscetível a vulnerabilidades**. A prévia do **índice de gerentes de compras composto (PMI)**, o “termômetro” mais atualizado da atividade, recuou de 49,9 pontos para 48,9 em julho – o **menor nível em oito meses** –, coroando a terceira queda consecutiva. Ademais, o **índice de sentimento**, que mensura a confiança de setores corporativos e dos consumidores, recuou para o **nível mais baixo desde outubro**.

Em contrapartida, o mercado de trabalho continua rijo e a **taxa de desocupação alcançou nova mínima**

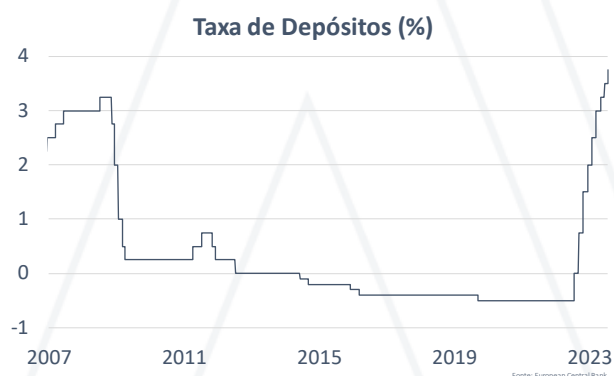
histórica em junho, de 6,4%. Fato este que, por sua vez, simultaneamente ao ganho salarial real, pode **sustentar o consumo nos próximos meses**. Sob outra ótica, também tem potencial para sustar as pressões inflacionárias. Nesta área, a **inflação ao consumidor da Zona do Euro esfriou pelo terceiro mês e, assim, alcançou o menor nível desde janeiro/22**. Segundo a leitura preliminar, o avanço dos preços desacelerou a 5,3% em julho, após alta de 5,5% em junho. No entanto, o **núcleo repetiu a variação prévia de 5,5%** e, por conseguinte, **superou o indicador cheio pela primeira vez desde 2021**, devido à maior inflação de serviços em meio ao crescimento dos salários.



No dia seguinte à deliberação do homólogo norte-americano, o **ECB comunicou sua decisão de elevar as taxas de juros da região em 0,25 p.p.** neste nono aumento consecutivo desde julho/22, totalizando 400 pontos-base de ajuste no íterim. Com isto, a taxa de depósitos alcançou 3,75% – **patamar mais elevado em mais de 22 anos**, semelhante aos EUA. A autoridade monetária pontuou em comunicado que as pressões inflacionárias estão arrefecendo, porém tendem a continuar “muito alta por muito tempo”. Portanto, “futuras decisões garantirão que as **taxas de juros sejam firmadas em níveis suficientemente restritivos pelo tempo que for preciso** para garantir o retorno tempestivo da inflação à meta”. Ademais, o Banco Central Europeu **manterá sua estratégia de dependência dos dados** para definir o nível dos juros e a extensão da postura restritiva.

Em coletiva, Christine Lagarde, presidente do Banco Central, salientou a **resiliência do setor de serviços e**

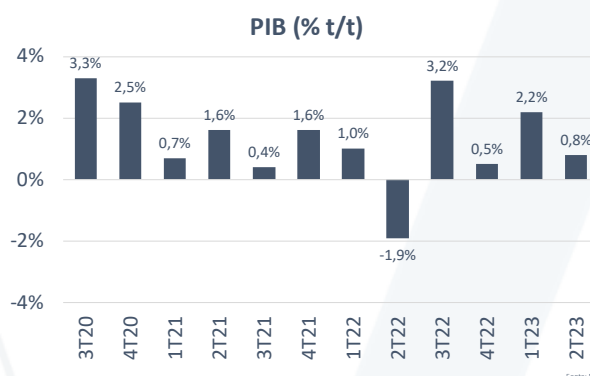
do mercado laboral, ainda que o *Governing Council* projete desaceleração à frente, paralelamente ao arrefecimento da demanda agregada. A banqueira assegurou que o ECB não afrouxará as condições em um futuro próximo, entretanto não descartou uma eventual pausa em setembro. Segundo ela, caso tal cenário se materialize, não significa que a pausa será definitiva ou que durará muito tempo. Em harmonia com o Federal Reserve, o ECB pondera que os dados ainda indicam elevada incerteza, especialmente no que se refere à trajetória prospectiva dos preços, em razão dos riscos presentes no radar (e.g. alimentos e energia). Por conseguinte, o **índice de proximidade dos juros terminais é acompanhado de flexibilidade**, com a finalidade de assentir eventuais novos ajustes, caso se provem necessários. Em nosso cenário base, o ECB implementará o último ajuste em setembro, de 0,25 p.p., encerrando este ciclo com a taxa de depósitos em 4,0%.



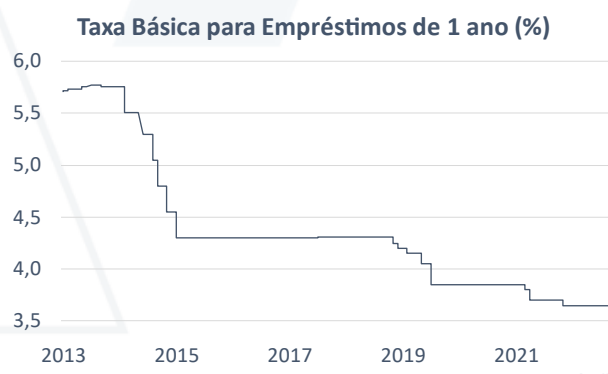
China

Chancelando a perda de ímpeto do gigante asiático, a **expansão trimestral do PIB da China arrefeceu para 0,8% no 2T23**, após crescer 2,2% nos três primeiros meses do ano. Comparado ao segundo trimestre do ano anterior – momento em que dezenas de cidades estavam em confinamento –, houve crescimento de 6,3%. A despeito do número exuberante, o resultado frustrou a projeção de alta de 6,9%. Convém notar o **arrefecimento no avanço dos gastos com consumo**, que tem sido o principal motor da economia na fase mais recente: as **vendas no varejo aumentaram 3,1% em junho em base interanual, ante 12,7% em maio**.

Conjuntamente ao esfriamento da demanda local, a **fraqueza externa é outro obstáculo** para sustentar a recuperação – as **exportações recuaram 12,8% em junho, a maior queda em mais de três anos**. Espinha dorsal da fragilidade econômica, o **setor imobiliário chinês também registrou indícios de deterioração** no mês. As vendas de moradias aumentaram 3,7% no primeiro semestre do ano, sobremaneira abaixo do ganho anual de 11,9% verificado até maio.



A **perspectiva para o restante do ano é pouco auspiciosa**, em concordância com a queda do PMI composto para 51,9 pontos em julho, sinalizando a expansão mais moderado desde janeiro. Também a **estabilidade da inflação** na comparação anual de junho, desacelerando após o avanço de 0,2% visto em maio, **atesta o arrefecimento do consumo** e, conseqüentemente, é mais um sinal de dificuldade. Não obstante tal conjuntura, o **PBoC manteve os juros inalterados**. Em comunicado, o banco central da China informou que as taxas de referências para empréstimos de um e cinco anos se mantiveram em 3,55% e 4,20%, respectivamente.

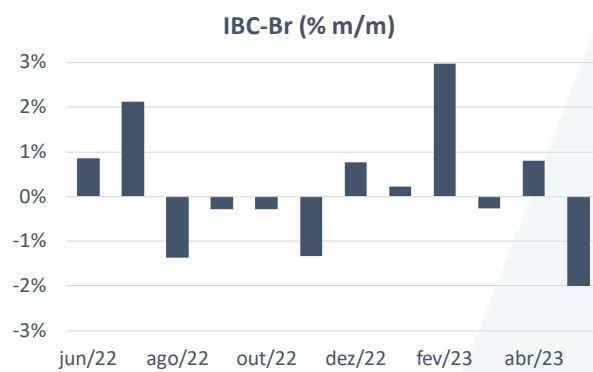


Em meio aos compassados indícios de efemeridade do impulso observado nos primeiros meses de 2023, o **Politburo** – órgão decisório central do governo – demonstrou confiança na recuperação da segunda maior economia do mundo, embora reconheçam as adversidades de curto prazo. A reunião do comitê foi evento de maior relevância em julho no país, em que foi confirmada a **manutenção da política econômica para sustentar o crescimento**. O governo anunciou uma série de **medidas para estimular os gastos das famílias** em todos os âmbitos, aumentar o **apoio às empresas** privadas chinesas e estimular a aquisição de veículos e eletrônicos. Após o evento, líderes da China frisaram que **ajustes anticíclicos, política fiscal proativa e monetária prudente são essenciais** neste momento. Também revelaram **ações direcionadas ao setor imobiliário**, como a flexibilização de normas para compradores de imóveis com histórico sólido, reduzindo o aporte inicial, os juros e as restrições de crédito. Inusitadamente, o órgão **optou por remover o trecho que dizia “casas são para viver e não para especular”**, abrindo espaço para a recomposição de uma parte importante da demanda, orientada sob a ótica de investimento.

Brasil

Posteriormente à pujança do 1T23 evidenciada pela expansão de 1,9% do PIB ante o trimestre anterior, em virtude sobretudo da agropecuária, a economia comprova os efeitos da política monetária restritiva. De acordo com o **Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br)**, considerado a **prévia do PIB**, a economia registrou **contração de 2,0% em maio**. O resultado frustrou a projeção de recuo mais brando, de 0,1%. Ante o mesmo mês do ano passado, houve crescimento de 2,1%. Todavia, embora o dado esteja no campo positivo a estimativa era de expansão de 4,0%. Com a leitura referente ao quinto mês do ano, o indicador acumula alta de 3,4% nos últimos doze meses. **Caso o resultado de julho seja nulo, o índice indicaria crescimento trimestral de 0,25% no 2T23**, por efeito do carregamento estatístico. Cabe observar que o índice estava sendo impactado positivamente pelo setor agro nos dados mais recentes. A **dissipação dos**

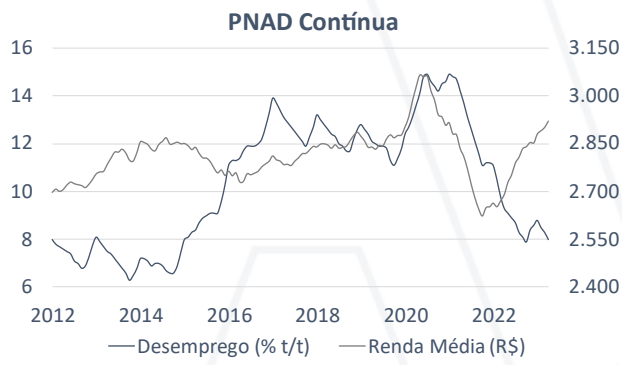
efeitos positivos das safras de soja e milho explica grande parte da contração de maio.



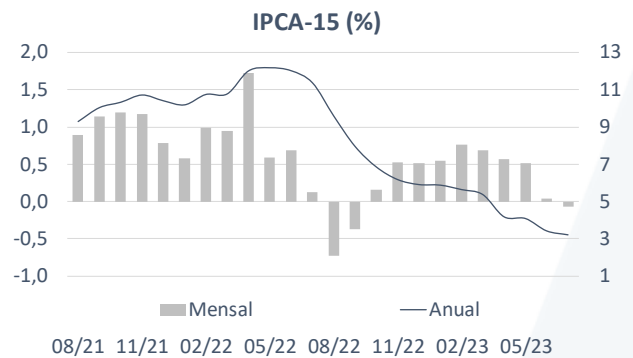
Consequentemente, o IBC-Br **ratifica o prognóstico de desaceleração da economia, também validado pelo recuo do índice de gerentes de compras (PMI) composto para 49,6 em julho**, de 51,5 em junho – a primeira leitura contracionista em cinco meses. Os dados do mês mostram um contexto preocupante, pois, o setor de serviços estava sendo essencial para sustentar a atividade em expansão recentemente. Entretanto, o enfraquecimento da demanda diminuiu substancialmente o desempenho do setor e, **caso tal tendência persevere, poderia pressionar o resultado do PIB referente ao 3T23**. O indicador específico do setor de serviços recuou de 53,3 pontos para 50,2, evitando por pouco a zona de contração.

Sob outro prisma e contrabalançando o esfriamento da atividade, o **desemprego arrefeceu pelo terceiro mês consecutivo no trimestre encerrado em junho**. De acordo com a PNAD, a desocupação recuou para **8,0% nesta leitura**, de 8,3% no trimestre até maio. O menor resultado desde dezembro **denota a força do mercado de trabalho**, posto que o perfil restritivo da política monetária está presente há meses. O curso recente também é estimulado artificialmente pela limitada taxa de participação (61,6%), sobremaneira inferior ao nível anterior à crise sanitária (63,4%) em fevereiro/20. No entanto, o **declínio do desemprego no referido mês foi acompanhado da majoração da força de trabalho**, fato este que, por sua vez, sinaliza a **melhora marginal da dinâmica** deste mercado. Em face do alívio nos preços e da valorização do salário

mínimo, a **renda média real avançou 0,2%** ante maio a R\$ 2.921. Com isto, entende-se que tal conjuntura tende a **apoiar o consumo no curto prazo, também apoiado pela confiança do consumidor** que avançou a 94,8 pontos em julho, incitado principalmente pela melhora das expectativas, e está no **maior patamar desde janeiro/19**.



Na esfera de preços, o **IPCA-15 verificou deflação de 0,07% em julho na margem**, após avançar 0,04% em junho. Com este dado, o indicador – considerado a prévia da inflação brasileira – acumula **alta de 3,19% nos últimos doze meses**, inferior à variação anterior de 3,40%. Em paralelo à notória desinflação, o dado apresentou **diversos indícios de melhora qualitativa**. Nesta seara, a **média dos cinco núcleos monitorados pelo Banco Central arrefeceu** além do projetado e o índice de **difusão recuou para o menor nível desde junho/20** – momento em que havia intensa pressão baixista devido às restrições sociais fomentadas pela pandemia. Após a leitura pressionada no mês prévio, a **desaceleração da inflação de serviços**, sobretudo da medida subjacente deste grupo, **materializou a dinâmica mais profícua**. Contudo, além dos riscos no balanço listados no prefácio deste boletim, à frente a **variação acumulada em doze meses deve acelerar**, em razão da exclusão das deflações artificiais do ano passado da base de cálculo. Ademais, a **defasagem nos preços da gasolina (24%) e do diesel (23%)** estão no radar, devido ao **potencial de adicionar até 0,75 ponto percentual ao IPCA de 2023**.



No campo fiscal, a **Câmara dos Deputados aprovou a reforma tributária dos impostos sobre o consumo**. A emenda constitucional acolhida cria o Imposto sobre Bens e Serviços, para substituir o ICMS e o ISS, e a Contribuição sobre Bens e Serviços, para unificar o PIS, a COFINS e o IPI. A **fusão dos tributos sobre o consumo remete ao Imposto sobre Valor Agregado**, modelo adotado por cerca de 170 países devido à **eficiência e simplificação tributária**. A proposta cria também o Imposto Seletivo, cujo intuito é reduzir o consumo de bens e serviços prejudiciais à saúde e ao meio ambiente, como cigarros e bebidas. O projeto também desloca a coleta da origem para o destino.

Em linhas gerais, a **reforma tende a ser positiva no âmbito macroeconômico**, pois visa criar um sistema de tributação mais transparente, neutro e simples, **estimulando a produtividade no longo prazo**. Como proposta de emenda constitucional, o **plano ainda tem muitos obstáculos a serem superados**. O texto será analisado pelo Senado, onde deve ganhar duas votações e caso sofra alterações pode ter que voltar à Câmara – como ocorreu com o arcabouço fiscal.



Complementarmente neste tópico, o **setor público registrou déficit primário de R\$ 48,9 bilhões**, acima do esperado, em junho. A leitura sucede o resultado deficitário em R\$ 50,2 bilhões de maio e diverge do superávit de R\$ 14,4 bilhões de junho/22. O saldo foi **impulsionado principalmente pelo déficit de R\$ 46,5 bilhões do Governo Central**, em razão da queda nas receitas, sobretudo não tributárias, em paralelo ao aumento dos gastos, como programas de assistência social. Com isto, após consecutivas quedas mensais, as contas consolidadas do setor público acumulam **déficit primário nos últimos doze meses superior a R\$ 24 bilhões, equivalente a 0,24% do PIB**. Convém notar que o saldo anual estava superavitário desde novembro/21. A **Dívida Bruta do Governo Geral, no entanto, permaneceu inalterada em 73,6% do PIB**, pois o crescimento do juro nominal foi neutralizado pela emissão líquida, apreciação cambial e expansão nominal do PIB.

A **arrecadação de impostos e contribuições federais somou R\$ 180,5 bilhões em junho – queda real de 3,4% na comparação anual**. À frente, o esfriamento da atividade deve sustentar a tendência negativa. Posto isto, o **semestre começa para o governo com desafios bilionários na área fiscal e uma batalha no Congresso**, que retornou agora do recesso informal, para aprovar projetos e medidas elementares que permitam o atingimento das audaciosas metas de resultado primário – o atual governo precisa zerar o déficit das contas públicas no próximo ano. Na lista de prioridades, está a **conclusão da tramitação do arcabouço fiscal e da reforma tributária, além do princípio do debate sobre a taxa da renda**. Será necessário arrecadar cerca de **R\$ 100 bilhões nos próximos meses para atingir o objetivo**, no entanto o montante aumenta à medida que novas despesas são contratadas.

Na esteira da revisão de perspectiva promovida pela S&P da nota de crédito soberano do Brasil de estável para positiva em junho, a **Fitch anunciou o upgrade do rating do país, de BB- para BB**. Segundo a agência, a decisão reflete o **desempenho macroeconômico e fiscal superior ao estimado**. A despeito das “tensões

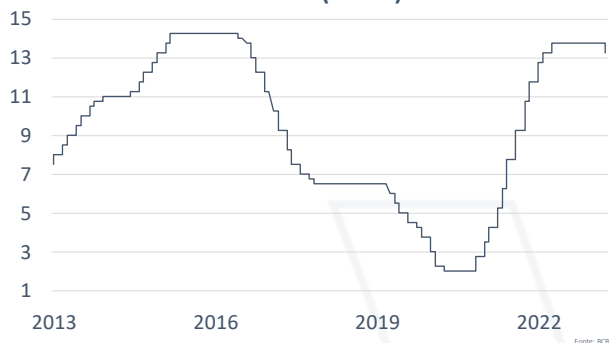
políticas”, o Brasil obteve **“progresso” em reformas impreteríveis para lidar com “desafios econômicos e fiscais”**, pontuou a Fitch. Com isto, o Brasil avançou um degrau na escala, todavia permanece dois abaixo do selo de bom pagador. Todd Martinez, diretor da agência para as Américas, afirmou que não significa que o Brasil está **“necessariamente em trajetória de recuperação do grau de investimento”**. Ainda assim, o **Credit Default Swap – um tipo de seguro contra o risco de inadimplência e outros – brasileiro de cinco anos recuou a 162,5 pontos, alcançando o patamar mais baixo desde junho/21**.

CDS Brasil 5 anos



A conjunção de fatores delinea o quadro doméstico mais auspicioso que **estimulou o Comitê de Política Monetária a inaugurar o ciclo de flexibilização com redução de 50 pontos-base**, após um ano mantendo a Selic em 13,75% e três anos depois do último corte, quando o juro alcançou a mínima histórica de 2,0% no contexto da crise sanitária. O **primeiro veredito divergente desde setembro recuou a taxa a 13,25% na estreia de Gabriel Galípolo e Ailton Aquino**, novos diretores do colegiado indicados pelo presidente da República. Em comunicado, o comitê pondera que a melhora do balanço inflacionário paralelamente ao recuo das expectativas de inflação para prazos mais longos consolidou a **confiança necessária para iniciar o afrouxamento gradual da política monetária**. No que tange às expectativas, de acordo com o boletim Focus houve notável redução das projeções para 2025 desde junho, quando ocorreu a última reunião, de 3,8% para 3,5%. Convém pontuar, porém, a meta do referido ano: 3,0%. Ou seja, houve **reancoragem apenas parcial das expectativas**.

Taxa Selic (% a.a.)



Com o objetivo de **evitar ruídos de comunicação e o excesso de otimismo dos mercados**, em função da “cautela e parcimônia” pregada nos últimos ofícios, os membros orientaram sobre os passos futuros ao revelar que, **caso o cenário evolua em linha com as projeções, antecipam ajustes desta magnitude nas reuniões vindouras**. Entretanto, o orçamento total do ciclo está aberto e dependerá da evolução da dinâmica inflacionária, das expectativas de inflação, do hiato e do balanço de riscos. O comitê também enfatizou “o firme objetivo de manter uma política monetária contracionista para a reancoragem das expectativas e convergência da inflação”. Portanto, o COPOM susteve o discurso de vigilância dos dados, sugerindo que a **magnitude premeditada é passível de revisão, caso o quadro inflacionário se deteriore**. Tal orientação é essencial para certificar a tomada de decisão técnica do comitê. É importante salientar que uma parcela do **sucesso desta jornada depende**

do que os principais bancos centrais do mundo farão a seguir.

Neste contexto, os **ativos brasileiros apresentaram ganhos sólidos em julho**. Completando o quarto mês consecutivo de avanço, o **Ibovespa** encerrou julho aos 121.942,98 pontos, em alta de 3,27%. Ao longo dos pregões, o índice acionário brasileiro **superou os 123 mil pontos momentaneamente no pico, máxima não observada desde agosto/21**. Também o **câmbio** se beneficiou do otimismo e a cotação da divisa dos Estados Unidos **alcançou o valor mais baixo (R\$ 4,69) desde maio/22**. Contudo, avançou moderadamente na reta final e findou em queda de 1,25% ante o mês anterior, cotada em R\$ 4,73. No mercado de **juros**, a curva registrou expressivo ganho de inclinação, com os **vértices curtos recuando até 30 pontos-base e os longos cerca de 15 pontos-base**.

Ibovespa e Dólar

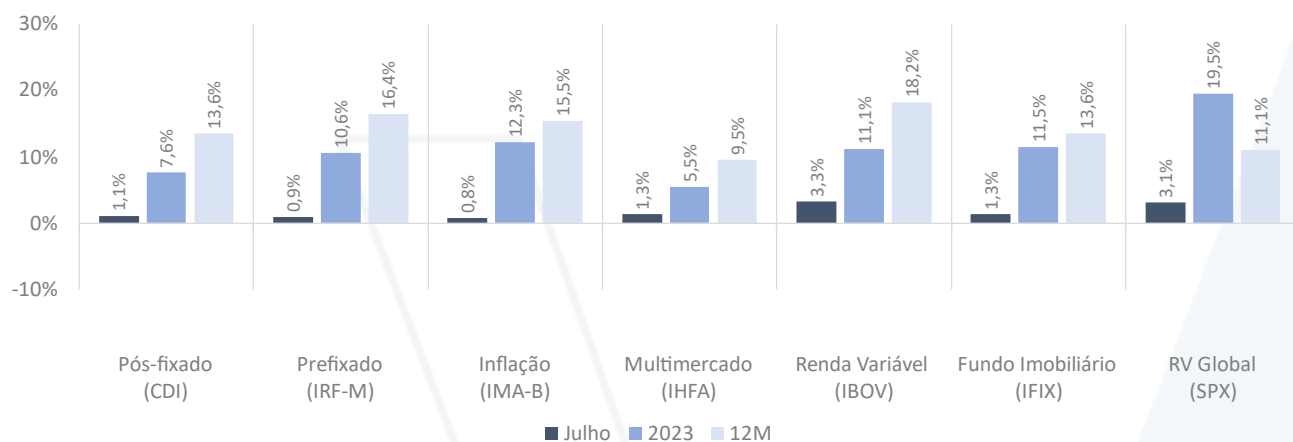


Projeções

	2023		2024	
	Anterior	Atual	Anterior	Atual
PIB Real (% a.a.)	1,90	2,20	0,70	1,00
Taxa Selic (% a.a.)	12,00	11,75	10,00	9,50
IPCA (% a.a.)	4,90	4,60	4,00	3,80
Câmbio (R\$/US\$)	5,10	4,80	5,20	5,00
Resultado Primário (% PIB)	-0,78	-0,79	-0,44	-0,47
Dívida Bruta (% PIB)	76,00	74,80	78,80	77,90

Fonte: BTG

Estratégias de navegação



Na orquestra do primeiro semestre, o maestro foi a inflação. A **segunda metade do ano**, entretanto, **será globalmente pautada pelos juros**. Em alguns países emergentes, caso do Brasil, o banco central estreou o ciclo de flexibilização monetária, ao passo que em economias desenvolvidas as autoridades sinalizam a proximidade da taxa terminal, a despeito do **elevado nível de incerteza**, devido à insistência das pressões subjacentes e desequilíbrio do mercado laboral. Vale ressaltar que a **última milha dos ciclos de alta de juro reserva volatilidade adicional**, devido às frequentes revisões de projeções pelos agentes.

Acerca do cenário local, o **afrouxamento monetário tende a estimular os ativos de risco**. Contudo, a taxa **Selic ainda em dois dígitos** até meados do próximo semestre acrescida da **incerteza externa** continua a **fortalecer a renda fixa**. Embora os principais vetores de risco tenham esvanecido (e.g. metas de inflação, reforma tributária e marco fiscal), ainda é necessário cautela. Nada obstante, o ambiente mais favorável aos mercados permite **exposição maior ao risco, desde que controlada**, em linha com os ajustes efetuados na edição anterior deste boletim e neste preservados.

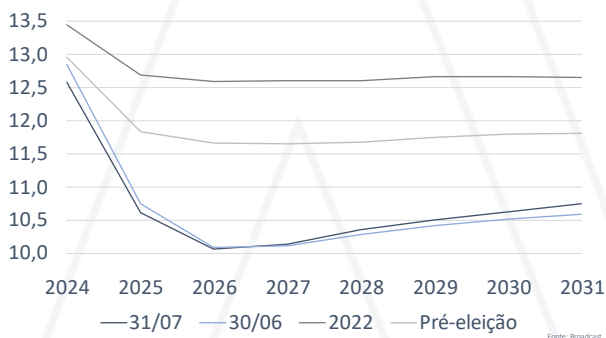
Pós-fixado

Em paralelo à maior campanha de elevação da Selic na história, os ativos pós-fixados prevaleceram por incontáveis meses nas estratégias de alocação. Mas, após o extenso período de hegemonia, a **exposição à classe amarga uma perspectiva cadente à frente**. Haja vista a flexibilização iniciada pelo banco central, o **rendimento do CDI será reduzido gradativamente nos próximos meses**. O objetivo de sustentar uma política monetária restritiva aventado pelo COPOM sugere que a Selic terminal será superior a 7,5% – a julgar pela taxa de juro neutro do comitê (4,5%) e a meta de inflação (3,0%). A mediana das projeções do mercado é de 9,25% no próximo ano, o que denota um **orçamento de ajustes sobremaneira intenso**. Em outras palavras, além do início do ciclo de cortes, a sua magnitude é digna de atenção. Historicamente o **CDI sempre registrou a menor rentabilidade entre as demais subclasses da renda fixa nos doze meses após o início da flexibilização**. Posto isto, reduzimos a parcela pós-fixada anteriormente para financiar o aumento da exposição às demais classes avaliadas. Cabe ressaltar a importância desta, apesar da menor participação, em função do **controle da volatilidade que proporciona aos portfólios**.

Prefixado

O cenário menos turvo, devido à dissipação gradual dos maiores obstáculos, promoveu o **fechamento da curva de juros sobremodo intenso**. Ponderando as projeções e a precificação implícita nos contratos de juro futuro, os vértices curtos apresentam reduzido prêmio, desencorajando a alocação. No entanto, os **vencimentos intermediários e longos ainda contêm espaço para mais fechamento** – novamente a julgar pelo juro nominal neutro. Posto isto, a **continuidade da conjuntura positiva**, incluindo o avanço favorável da agenda econômica no Congresso, pode contribuir com uma queda adicional do risco-país e, por sua vez, **fomentar mais recuo da curva, proporcionando retornos notáveis para ativos prefixados a vencerem entre 2027 e 2029**.

Curva Juros Nominais (DlxPRE)

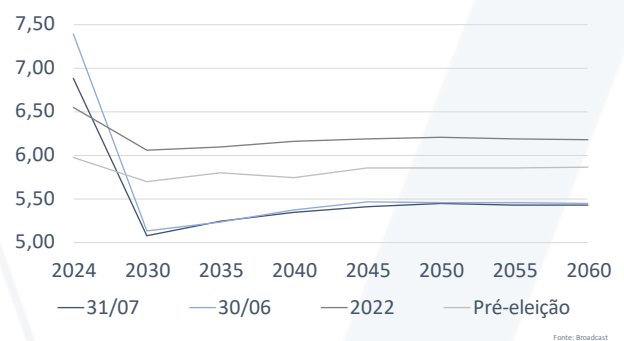


Inflação

Suscitado pelos mesmos argumentos acima, a **curva de juros reais também exibiu vultoso fechamento no primeiro semestre**, especialmente nos três últimos meses. Conseqüentemente, as **inflações implícitas apresentaram expressiva queda**. Porém, continuam distantes da meta de 3% no longo prazo e as **taxas reais, apesar de inferiores, também superam o juro real neutro**, estimado em 4,5% pelo Banco Central. À vista disso, entende-se que **ainda há prêmio para capturar na curva real nos próximos meses**. Também justifica sua majoração a **proteção contra os riscos de uma alta dos preços mais persistente**, tendo em conta que a inflação brasileira costuma apresentar uma inércia ao redor de um nível elevado. Ademais,

a **mudança na presidência do BCB** – prevista para 2025, com o término do mandato de Campos Neto – pode exacerbar a **leniência em relação à inflação**, e o **risco fiscal**, embora excluído do balanço de riscos da autoridade monetária, **ainda compõe o cenário**. Por esta razão, elevamos no mês passado a parcela atrelada ao IPCA e alongamos os prazos dos títulos para entre 2035 e 2045, haja vista que os vértices mais longos ostentam o melhor resultado no ano e o ganho de inclinação recente avaliza o movimento.

Curva de Juros Reais (NTN-B)



Multimercado

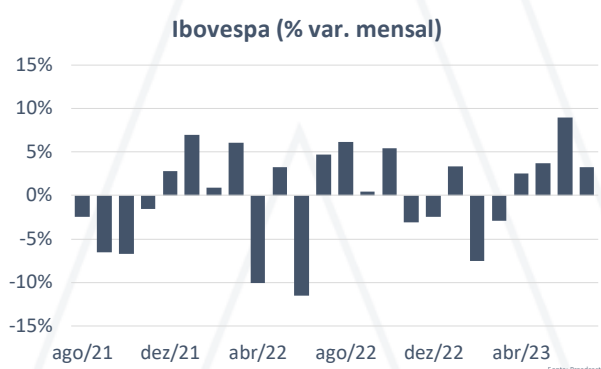
Os fundos multimercado registraram **desempenho de 1,33% em julho**, de acordo com o IHFA, cerca de 124% do CDI. A exposição à classe permanece sendo **importante fonte de rentabilidade e diversificação**, em virtude do acesso dos gestores profissionais a mercados pouco convencionais ou acessíveis. Vale mencionar a **relevância de selecionar fundos cuja gestão seja experiente e ativa**. Em 2023, acumulam ganhos de 5,5% e de 9,5% nos últimos doze meses, ambos inferiores ao resultado do CDI e da bolsa.

Índice de Hedge Funds ANBIMA (IHFA)



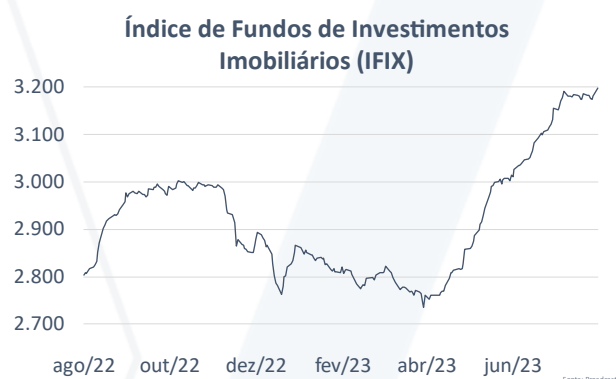
Renda Variável

Há meses a **bolsa doméstica negocia em patamares historicamente atrativos**, contudo o risco de intensa volatilidade, em razão das temáticas supracitadas, e o custo de oportunidade ofuscavam parcialmente a atratividade. Do ponto de vista técnico, o **Ibovespa ainda está barato, mesmo após o rali recente**. Agora, com a concretização do afrouxamento monetário, a perspectiva se torna ainda mais profícua. No que se refere ao investidor estrangeiro, a **bolsa brasileira se beneficia de uma conjunção incomum de fatores** em mercados emergentes: *valuation* atrativo, liquidez e grau satisfatório de segurança geopolítica. Ademais, o **índice doméstico se valorizou, em média, 20% nos doze meses após ao início do ciclo de flexibilização**. Quiçá por essas razões o fluxo estrangeiro em julho somou R\$ 7,1 bilhões (R\$ 24,1 bilhões neste ano).



Fundo Imobiliário

Em meio às angústias com juros e inadimplência em patamares elevados, os investidores receosos com o setor penalizaram o IFIX. No entanto, o **índice exibiu formidável ímpeto no 2T23** ao avançar 14,3%. **Julho agregou à sequência de meses positivos, com a alta de 1,33%** do índice. Sobretudo impactados pelo intenso aperto monetário, a **tendência à frente é de continuação da recuperação já verificada**, haja vista a deliberação recente do COPOM, sobretudo os fundos de tijolo – que alocam em imóveis –, diante do ponto de inflexão do juro e os **valores de mercado inferiores aos respectivos valores patrimoniais**. Com isto, o contexto sinaliza a **oportunidade para novas alocações**. Outrossim às ações, também os fundos imobiliários apresentaram **retornos mais expressivo em ciclos de cortes analisando o histórico do IFIX**.



Portfólios

	AVIN I	AVIN II	AVIN III	AVIN IV	AVIN V
Pós-fixado	85,0	61,0	28,0	13,0	6,5
Prefixado	5,0	6,0	8,0	10,0	12,0
Inflação	10,0	12,5	20,0	15,5	12,5
Multimercado	-	7,5	13,5	17,5	19,0
Renda Variável	-	8,0	15,0	22,0	25,0
Fundo Imobiliário	-	2,5	6,5	8,0	10,0
Alternativo	-	-	3,0	4,0	5,0
Renda Fixa Global	-	0,5	1,0	2,0	2,0
Multimercado Global	-	1,0	2,5	4,0	4,0
Renda Variável Global	-	1,0	2,5	4,0	4,0

Fonte: Acqua Vero

Glossário

CDI: Certificado de Depósito Interbancário é um título financeiro das operações entre bancos, sendo utilizado no cálculo da taxa DI que, por sua vez, é a principal referência para o cálculo da rentabilidade de diversos títulos.

CDS: Acrônimo de *Credit Default Swap*. Derivativo negociado no mercado financeiro que mensura o risco de inadimplência das operações de crédito. O CDS de 10 anos do Brasil mede o risco de o governo não cumprir suas obrigações oriundas do título de 10 anos. É utilizado para medir o nível de risco-país.

Curva de juros: Apresentação gráfica da expectativa do mercado em relação aos próximos movimentos do Banco Central e ao futuro das taxas Selic e CDI. Os vencimentos de curto prazo normalmente são afetados pelos movimentos do Banco Central e os contratos de longo prazo normalmente são afetados pelo risco-país.

Dividend Yield: Indicador que mede a rentabilidade dos dividendos e/ou juros sobre capital próprio recebidos nos últimos doze meses em relação às cotações atuais do ativo.

Dovish: Conduta orientada ao estímulo econômico, de redução ou manutenção dos juros em patamares baixos.

DXY: *Dollar Index* compara o dólar norte-americano com uma cesta de outras seis moedas fortes (euro, iene, libra esterlina, dólar canadense, coroa sueca e franco suíço). Também é conhecido como índice do dólar global.

Hawkish: Comportamento austero e incisivo, indica uma postura de combate à inflação por através do aumento dos juros.

Forward Guidance: Orientação dos bancos centrais acerca do futuro da política monetária fornecida aos mercados com o intuito de conduzir as expectativas.

Inflação implícita: Diferença entre as taxas de juros de títulos públicos prefixados e atrelados ao IPCA. Ou seja, é a diferença entre os juros nominais e reais e mede a inflação projetada pelo mercado para um determinado prazo.

Valuation: Processo sistematizado para estimar o “preço justo” de uma empresa através de modelos quantitativos.

Disclaimer

Este material não tem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco (*suitability*). As informações deste material são baseadas em simulações e os resultados reais poderão ser significativamente diferentes. O conteúdo deste não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso da Acqua Vero. As opiniões expressas são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo do relatório é gerado consoante às condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais a Acqua Vero não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. A Acqua Vero não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais materiais em virtude de qualquer acontecimento futuro. Este documento possui caráter informativo e não representa oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. O diagnóstico, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os agentes autônomos de investimentos e os seus clientes. A Acqua Vero ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias. As informações disponibilizadas no conteúdo não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada no relatório constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal. O recebimento deste material não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento. Os clientes devem considerar o relatório apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos. A Acqua Vero não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. A Acqua Vero tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. A Acqua Vero não tem obrigações fiduciárias com os destinatários do relatório e, ao divulgá-lo, não apresenta capacidade fiduciária. A Acqua Vero, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios. Este material é um breve resumo de cunho meramente informativo, não configurando análise de valores mobiliários nos termos da Instrução CVM nº 598, de 03 de maio de 2018.