

# Carta Mensal

AGOSTO 2023

## Cenário Macroeconômico e Político

Agosto foi um mês difícil para os mercados ao redor do mundo, e este comportamento não foi diferente por aqui: depois de 4 meses consecutivos de ganhos, o Ibovespa encerrou o mês em queda de 5,09%, o dólar em alta de 4,69% e a curva de juros voltou a abrir. Por trás do movimento estão tanto fatores locais, como a preocupação fiscal, quanto externos, onde a situação da economia chinesa concentrou as atenções, mas houve espaço também para questionamentos em torno da política monetária norte-americana.

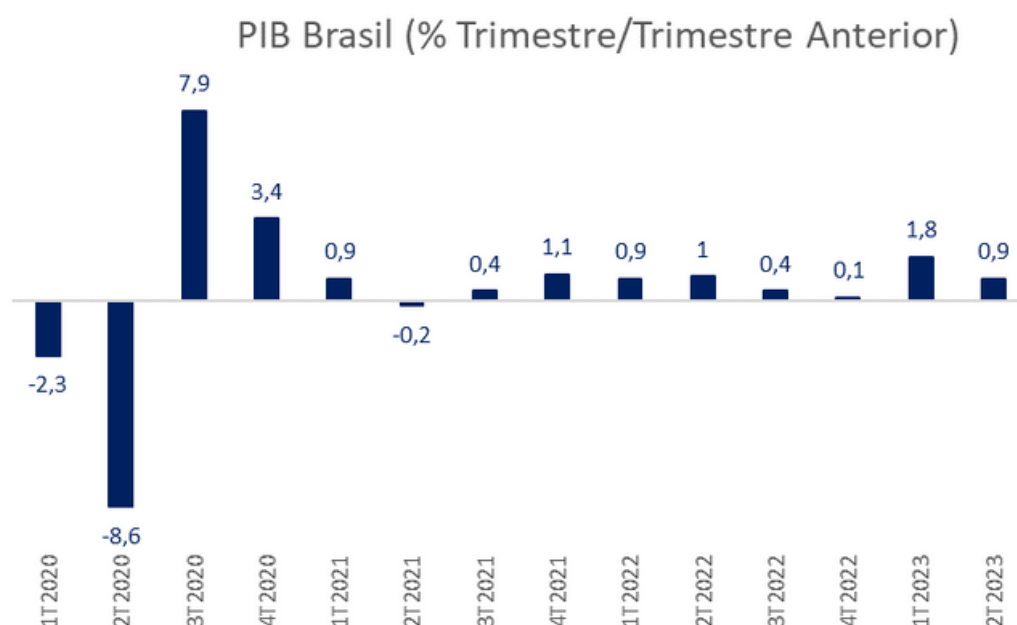
Começando pelo cenário local, a grande dúvida dos investidores ao longo do mês de agosto girou em torno da capacidade do governo em gerar receita para fazer com que o Arcabouço Fiscal, já sancionado pelo Presidente das República, seja de fato cumprido. Vale lembrar que entre as premissas usadas pela equipe econômica na apresentação da nova regra fiscal do País estava a zeragem do déficit primário já no ano que vem, com geração de superávit a partir de 2025. Sempre bastante criticada, tal premissa não encontra coro entre os economistas do mercado, e a Pesquisa Focus do Banco Central do dia 4 de setembro projetava um déficit de 0,71% do PIB em 2024 e um também déficit de 0,55% do PIB em 2025 - diferente, portanto, das intenções da equipe econômica. Com isso, a principal discussão do mês de agosto passou a ser: de onde vai sair a receita necessária para que tal cenário se consolide? Talvez a resposta mais óbvia passe pelo aumento da carga tributária, e os projetos de taxaço das grandes fortunas aparecem para sanar parte da dúvida: a PL que prevê taxaço dos fundos exclusivos deve garantir, segundo a equipe econômica, pouco mais de R\$ 13 bilhões aos cofres públicos em 2024. Dentre as medidas contempladas no texto, estão: a) tributação de fundos fechados com come-cotas semestral de 15% para fundos com prazo médio superior a 365 dias e de 10% para fundos com prazo médio inferior a 365 dias; b) tributação sobre estoque de rendimento até o dia 31/12/23 de 15% para quem quiser fazer o pagamento em maio de 2024 (podendo parcelar em 24 vezes), ou, de 10%, aos cotistas que optarem por antecipar o pagamento para o final de 2023; c) FIPs, FIAs, ETFs de Renda Variável, quando enquadrados como entidades de investimento, serão tributados em 15% na data de distribuição dos rendimentos; d) FIIs, Fiagros, e ETFs de Renda Fixa seguem sem tributação.

Mas, se por um lado a tributação destes fundos, junto com a MP das *offshores*, é um aumento da carga tributária mais fácil de justificar para a grande massa do eleitorado, por outro sabe-se que as cifras oriundas de tais projetos não serão suficientes para gerar a receita necessária à zeragem do déficit primário já em 2024 – até porque, ao mesmo tempo em que estas medidas são anunciadas, tantas outras que preveem o aumento dos gastos do governo também saem do papel, como o novo PAC (que custará R\$ 240 bilhões em 4 anos) e a prorrogação da desoneração da folha de pagamento para 17 setores da economia. Com isso, o que se viu ao longo do último mês foi um mercado que, por um lado, absorveu bem a Reforma Tributária e o próprio Arcabouço Fiscal, mas, por outro, se preocupa com a equação necessária para a viabilidade do projeto fiscal.

Ainda por aqui, os dados de atividade do último mês apontaram para duas direções distintas, mas que conversam entre si. Por um lado, o crescimento de 0,9% do PIB do segundo trimestre trouxe um número

## Cenário Macroeconômico e Político

muito acima dos 0,3% projetados pelo mercado, e com algumas surpresas positivas. Por outro, o segundo semestre deverá ser marcado, sim, por uma desaceleração da atividade. Sobre o PIB, justificando a surpresa positiva, merece destaque o crescimento do consumo das famílias, diretamente ligado ao setor de serviços (que, por sua vez, reage positivamente a um mercado de trabalho ainda bastante resiliente, com uma taxa de desemprego abaixo de 8% no trimestre encerrado em julho). Do ponto de vista da oferta, a boa notícia veio do PIB industrial, que cresceu em boa parte por conta das indústrias extrativa e de construção, contribuindo para o bom desempenho da atividade no período. Por fim, não é possível falar de primeiro semestre no Brasil sem falar da agropecuária: a safra recorde continua dando impulso ao crescimento, fazendo com que, embora no segundo trimestre a taxa de crescimento do setor tenha sido negativa (por conta em parte da base de comparação elevada), na comparação com o segundo trimestre de 2022 o PIB agro cresceu 17% - graças a lavouras que têm colheitas relevantes no segundo trimestre, como algodão, soja e café.



Fonte: IBGE. Elaboração: B.Side Investimentos.

Mas, se o segundo trimestre surpreendeu, o que podemos esperar daqui para frente? Com base nos indicadores antecedentes que já temos acesso, bem como na própria dinâmica da economia, nos parece razoável dizer que, apesar dos bons números até aqui e das revisões positivas que estes números trouxeram para o crescimento do final de 2023, o segundo semestre será marcado por alguma desaceleração. Alguns fatores justificam este comportamento, como: (a) o elevado comprometimento da renda da população; (b) condições de crédito mais apertadas, com inadimplência ainda em alta – já que mesmo com o início do processo de corte de juros, sabe-se que a Selic permanecerá na casa dos dois dígitos ainda por algum tempo; (c) o fim de alguns subsídios e desonerações anunciados no passado e que ainda estiveram em vigor no primeiro semestre; (d) o impacto (inclusive o defasado) de uma política monetária que, embora tenha entrado em um ciclo de cortes, ainda manterá a taxa de juros em um patamar contracionista por bastante tempo.

Lá fora, agosto foi um mês em que as preocupações com a economia chinesa ganharam corpo, ao mesmo tempo em que as dúvidas em torno do atual estágio do ciclo de aperto monetário nos EUA garantiram um nível de volatilidade adicional aos mercados.

## Cenário Macroeconômico e Político

---

Primeiro, a China: já não é novidade que, ao contrário do que se esperava no início de 2023, a reabertura da economia chinesa não veio acompanhada de números extraordinários de atividade. Ao contrário disso, os dados referentes aos principais setores da economia têm mostrado bastante fraqueza, que em boa parte se explica por um mundo menos líquido e, se não ainda em recessão, em um processo relevante de desaceleração. Isso fica claro, por exemplo, nos dados da balança comercial chinesa, com as exportações caindo 14,5% em julho em base anualizada, a maior desde o início da pandemia – levando a uma queda de 20,8% no superávit comercial do país. Junto a isso, o setor de serviços, responsável pelo impulso de recuperação em boa parte das economias desenvolvidas, também vem mostrando fraqueza, com dados recentes sugerindo que o auge do movimento aconteceu no meio do ano, e agora o setor também entra em um processo de desaceleração. A título de ilustração, as importações chinesas cederam 12,4% em julho frente ao mesmo mês de 2022, o que retrata uma atividade fraca não só por conta de um mundo beirando à recessão, mas também em função de uma desaceleração considerável do consumo interno.

Junto a isso, agosto foi marcado por expectativas em torno de medidas de estímulo por parte do governo de Pequim, que de fato só começaram a acontecer com mais força nos últimos 10 dias do mês. Não por coincidência, as medidas passaram a ser anunciadas depois que a incorporadora Evergrande, uma das maiores do país, acionou o capítulo 15 do código de falências dos EUA - o que, embora tenha sido negado pela empresa, usualmente é utilizado, como o nome diz, para proteger os ativos nos EUA de empresas que enfrentam casos de insolvência fora do país. Junto a isso algumas outras incorporadoras também relataram problemas, como prejuízos e dificuldades em pagar suas dívidas, trazendo à tona uma preocupação que não é de hoje, mas que foi restaurada em agosto: o setor imobiliário chinês, responsável por cerca de 30% do PIB do país, representa um risco para o sistema financeiro da segunda maior economia do planeta? A possibilidade de uma resposta afirmativa a esta pergunta, é claro, provocou fortes quedas nos mercados ao longo das últimas semanas, provocando perdas não só em ações e títulos da própria China, mas também nas principais economias desenvolvidas. A fim de contornar a situação, o governo de Pequim tem anunciado medidas específicas para o setor, como redução na taxa de hipoteca e renegociações para as já existentes, além de medidas de estímulo para a economia de maneira geral, com corte nas principais taxas de juros. Mas as dúvidas persistem, e certamente a questão China será, no melhor dos casos, um fator adicional de aversão a risco nos próximos meses – e, no pior, a principal fonte de incertezas.

Por outro lado, a última semana de agosto parece ter trazido um pouco mais de clareza a uma dúvida constante dos mercados: o ciclo de alta de juros nos Estados Unidos está terminando? Claro que ainda não existe uma resposta definitiva para esta pergunta, mas depois de um mês de muitas incertezas em torno do assunto, com falas inclusive mais duras de Jerome Powell no Simpósio de Jackson Hole, os dados mais recentes mostraram que, talvez, o forte aperto até aqui tenha começado a surtir efeito. Do ponto de vista da atividade, a segunda leitura do PIB referente ao segundo trimestre do ano veio mais baixa que sua prévia (2,1%, contra 2,4% anteriormente) e bem abaixo, também, das expectativas (2,6%) – além de mais perto dos 1,8% projetados pelo Fed. Do ponto de vista da inflação, o PCE, índice de preço que mede os gastos com consumo, veio em linha com o esperado e a inflação de 3,2% no ano e de 0,2% no mês manteve a trajetória de desaceleração observada nos últimos meses. E por fim, mas definitivamente não menos importante, os números relativos ao mercado de trabalho, que até aqui têm sido a grande pedra no sapato do Fed, vieram todos consideravelmente melhores: a demanda por trabalhadores e a oferta de vagas diminuíram, ao mesmo tempo em que a taxa de desemprego, segundo o Payroll, subiu de 3,5% para 3,8%. Ainda falamos de um mercado forte, é claro, mas os dados mais recentes, assim como a evolução dos salários (que crescem, mas a taxas menores), sinalizaram, ao final do último mês, que talvez o aperto monetário esteja começando a fazer efeito, e que pode ser que o Fed não precise mais subir sua taxa de juros. A resposta para isso será conhecida no dia 20 de setembro, data da próxima reunião, e pelos dados que teremos conhecimento até lá.

## Mercados

### Bolsa

O mês de agosto foi marcado pela primeira queda para o Ibovespa desde março deste ano (quando o índice havia cedido 2,91%). No fechamento do mês, a Bolsa tinha queda acumulada de 5,09%. Mas, além da queda propriamente dita, as preocupações com o fiscal por aqui, e com China e EUA lá fora, fizeram com que a Bolsa brasileira registrasse um recorde: nas 13 primeiras sessões de agosto o Ibovespa teve sua maior sequência negativa da história, acumulando uma retração de 5,71%. Com isso, a alta no ano, que já superava os 10%, foi reduzida a 5,47%.



Fonte: B3. Elaboração: B.Side Investimentos.

No que diz respeito ao fluxo, a aversão ao risco que tomou conta dos investidores ao longo do último mês se traduziu em uma saída de R\$ 13,25 bilhões de capital estrangeiro da B3 em agosto, fazendo com que, no ano, o saldo positivo se reduzisse a R\$ 10,92 bilhões.

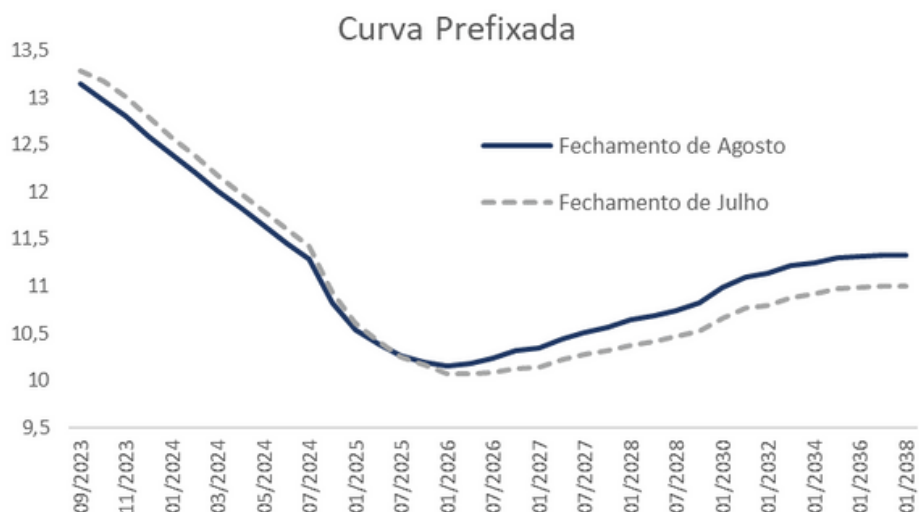
Lá fora, assim como aconteceu aqui, o mês foi de perdas para os principais mercados. Nos Estados Unidos, em meio às incertezas com o tamanho do ciclo de alta de juros e impactadas com as preocupações com China, os índices Dow Jones, S&P e Nasdaq recuaram, respectivamente, 2,36%, 1,77% e 2,17%. Por fim, o índice MSCI China, epicentro das preocupações globais, teve queda de 9,01% no mês de agosto.

### Juros

Agosto foi o mês do início do ciclo de afrouxamento monetário por aqui: ao cortar a taxa Selic em 50 bps, a 13,25%, o Copom sinalizou que cortes iguais deverão acontecer nas próximas reuniões – e em algumas falas públicas, membros do comitê sinalizaram que uma mudança de postura (para cortes ainda maiores) exigiriam surpresas muito positivas do ponto de vista inflacionário. É verdade que em um primeiro momento o mercado chegou a pressionar para um início mais cedo de cortes maiores, mas é verdade também que as surpresas positivas não apareceram, e os últimos números de inflação mostraram que, sim, os preços seguem em trajetória benigna, mas com algumas medidas de núcleo ainda merecendo atenção. Adicionalmente, o aumento dos combustíveis anunciado recentemente pelo

## Mercados

governo impôs uma tendência de alta nas projeções para o final do ano, o que, embora seja justificada por um fator pontual, contribuiu para que a curva voltasse a precificar justamente a sinalização do Banco Central: 3 cortes de 50 bps até o final do ano.



Fonte: Bloomberg. Elaboração: B.Side Investimentos.

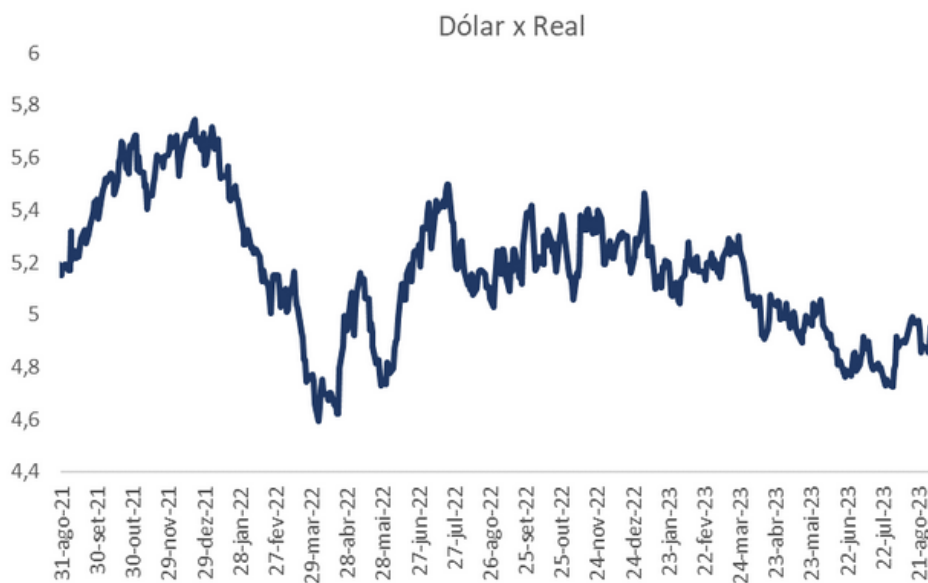
Junto a isso, a percepção de que o governo deverá enfrentar dificuldades para cumprir as metas de superávit primário estabelecidas no arcabouço fiscal ganharam força no último mês – o que, além de contribuir com a reprecificação da trajetória da Selic para dentro do que o Copom sinalizou, fez com que os vértices mais longos da curva (mais suscetíveis à política fiscal) voltassem a abrir. O cenário externo também teve papel relevante no mercado de renda fixa ao longo de agosto, com a abertura dos Treasuries, especialmente nos 20 dias iniciais, refletindo as incertezas em torno da política monetária norte-americana, além, é claro, da aversão a risco trazida pelo fator China.

## Câmbio

Com parte relevante da aversão a risco que tomou conta de agosto vindo do cenário externo, o que se observou no mercado de câmbio foi um fortalecimento do dólar em relação aos seus principais pares. O movimento se explica não só pelo elevado nível de incerteza, mas também pela leitura dúbia em relação ao atual ciclo de alta de juros nos Estados Unidos: se por um lado os dados da última semana do mês contribuíram para a percepção de fim de ciclo, por outro, ao longo das outras três semanas do mês, o mercado ainda precificava altas – e a verdade é que os próximos passos, como o próprio Jerome Powell vem dizendo, dependem dos dados que serão conhecidos até 20 de setembro, data da próxima reunião.

Por aqui o movimento não foi diferente, e frente a um exterior mais volátil e um local dominado por preocupações fiscais, o dólar encerrou o mês cotado a R\$ 4,9511, alta de 4,69%. No mês, no entanto, o real ainda valoriza 6,23% em relação à moeda norte-americana.

## Mercados



Fonte: BCB. Elaboração: B.Side Investimentos.

*O conteúdo desse material 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 B.Side Investimentos. O conteúdo desse material foi gerado consoante as 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 B.Side Investimentos não tem qualquer controle. As informações desse material refletem as condições mercadológicas na sua respectiva data de divulgação, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões.*

*As informações contidas nesta apresentação são meramente informativas e não podem ser consideradas como recomendação de investimento ou única fonte de informações no processo decisório do investidor, que, antes de tomar qualquer decisão, deverá realizar uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos, face aos seus objetivos pessoais e ao seu perfil de risco ("Suitability"). RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. Assim, não é possível prever o desempenho futuro de um investimento a partir da variação de seu valor de mercado no passado. A B.Side Investimentos não assume que os investidores vão obter lucros, nem se responsabiliza pelas perdas.*