

Feet-On Brasil

Tem mais samba*.

O posicionamento é favorável às ações brasileiras

- Resiliência macroeconômica
- Institucionalidade monetária robusta
- *Valuations* atraentes
- Cenário de *soft landing* global e início iminente dos cortes o Fed dos EUA
- Riscos: Fiscal doméstico e recessão global profunda

UM MERCADO COM IMPULSO

O mercado brasileiro mostrou um *impulso* positivo após a correção global em agosto, registrando um dos maiores retornos em relação a seus pares. Isso se soma ao fato de que o real reverteu parcialmente a depreciação acumulada até agora neste ano, impulsionando o desempenho em dólares.

O *desempenho superior* das ações brasileiras é sustentável? No momento - taticamente - as condições apontam para a continuação dessa *alta*.

DESACELERAÇÃO SAUDÁVEL

O Brasil é uma economia de serviços; os serviços respondem por mais de 70% do PIB, com maior preponderância dos serviços financeiros, imobiliários e de administração pública, saúde e seguridade social. A indústria é responsável por cerca de 20% da economia e a agricultura por quase 10%, demonstrando uma importante diversificação no nível das atividades econômicas. No lado das despesas, o consumo das famílias responde por aproximadamente 65% do PIB, seguido por investimentos (17%) e gastos públicos (16%).

Em contraste com outras economias da região, e embora o mercado esteja projetando alguma desaceleração (não alarmante) na atividade econômica este ano, os dados mais frequentes refletem a resiliência. A revisão do *World Economic Outlook* (WEO) do Fundo Monetário Internacional (FMI) em julho passado corrigiu marginalmente para baixo suas projeções de crescimento para este ano, para 2,1%. Isso mostra um arrefecimento saudável após a

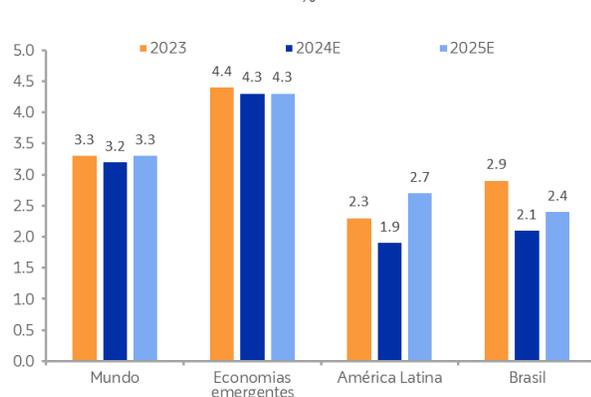
TABELA 1

Resumo do país

População (milhões)	205.4
Capital	Brasília
Idioma	Português
Forma de governo	República Federal
Presidente	Luiz Inácio Lula da Silva
Próxima eleição	
	Eleições municipais de 2024
	Eleições gerais de 2026
Moeda	Real
Atual	5.4
Máx. 52 semanas	5.7
Mínimo de 52 semanas	4.8
PIB nominal (bilhões de dólares em 2024E)	2,331.4
Crescimento do PIB	
2023	2.9
2024E	2.1
2025E	2.4
PIB per capita (PPP, USD 2024E)	20,809.1
Inflação média anual (2024E)	4.1%
Dívida bruta do governo (% do PIB 2024E)	86.7
Conta corrente (% do PIB 2024E)	-1.4
Saldo fiscal (% do PIB 2024E)	-6.3
Classificação de risco	
S&P	BB
Fitch	BB
Moody's	Ba2
Classificações internacionais	
Liberdade econômica	124
Competitividade global	71

Fonte: Bloomberg, Fundo Monetário Internacional, dados de julho de 2024.

FIGURA 1: CRESCIMENTO ECONÔMICO



Fonte: Fundo Monetário Internacional, dados de julho de 2024.

*Em português, "Tiene mais samba", música do Quarteto Em Cy

expansão do PIB de 2,9% em 2023. (Gráfico 1). A pesquisa Focus, realizada pelo Banco Central do Brasil (BCB) semanalmente, tem mostrado estimativas de crescimento crescentes para 2024 (2,2% na última leitura).

Com relação aos dados mais frequentes, a atividade econômica em junho continuou a crescer 3,2% em relação ao ano anterior (Gráfico 2), as vendas no varejo aumentaram 4,0% em doze meses e a produção industrial cresceu 3,2% em relação ao ano anterior. Ao mesmo tempo, quando se analisam os indicadores antecedentes do PMI, que são construídos com base em pesquisas com empresários dos setores industrial e de serviços, os resultados refletem otimismo e sinais de maior dinamismo, ambos em território expansionista em julho, pelo sétimo mês consecutivo. Assim, desde meados de julho, o índice de surpresa econômica do Brasil passou para território positivo (Gráfico 3).

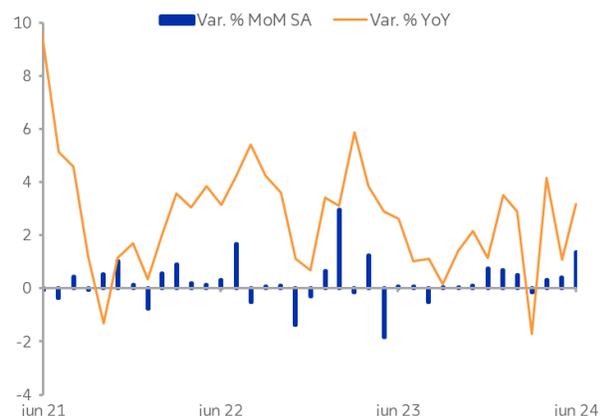
A resiliência econômica ajudou a inflação a se tornar mais "firme" e, em julho, ela acelerou pelo terceiro mês consecutivo para 4,5% em relação ao ano anterior. Por sua vez, o núcleo da inflação não conseguiu cair abaixo de 4% (o intervalo de tolerância em torno da meta de inflação do BCB é de $3 \pm 1,5\%$, Gráfico 4).

Isso, juntamente com outros fatores, levou o Comitê de Política Monetária (COPOM) a manter a taxa de referência -Selic- no nível de 10,50% nas duas últimas reuniões, depois de ter sido uma das autoridades monetárias da região que se antecipou ao ciclo de cortes nas taxas (Gráfico 5). Em ambas as reuniões, a decisão de manter as taxas estáveis foi unânime, o que, juntamente com outros aspectos, fortaleceu a independência política do BCB. Nessa área, o possível futuro presidente do BC, Gabriel Galípolo, proposto por Lula, também tem adotado uma postura mais *hawkish* (cautelosa com pressões de alta de preços) e independência política. Além disso, foi aprovado recentemente um decreto que estabelece um regime de metas de inflação móveis de 12 meses, em vez de um regime anual, o que, de certa forma, garante a continuidade da política monetária.

Para o futuro, os economistas projetam que o BCB manterá a taxa Selic nos níveis atuais até o fim do ano e retomará os cortes no próximo ano, desde que a inflação diminua e permaneça consistentemente dentro da faixa de tolerância. Entretanto, os preços incorporam possíveis aumentos limitados da taxa Selic no futuro, o que seria mais um sinal da independência da política do BCB.

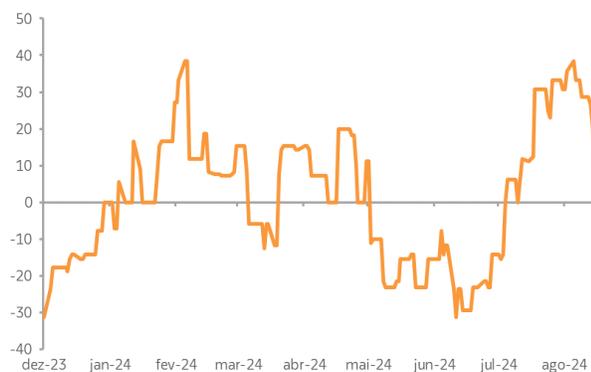
Com relação ao comércio exterior, embora o Brasil seja líder na produção global de algumas *commodities*, sua abertura comercial (importações + exportações como porcentagem do PIB) é de apenas 28%. Assim, as exportações representam cerca de 14% do PIB. Entre as principais

FIGURA 2: ATIVIDADE ECONÔMICA



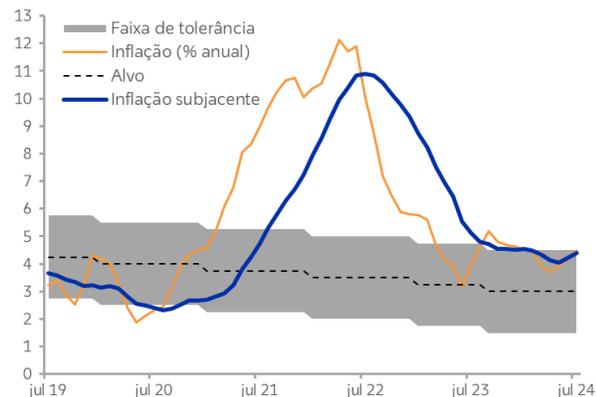
Fonte: Banco Central do Brasil

FIGURA 3: SURPRESA ECONÔMICA pts.



Fonte: JP Morgan, dados de 16 de agosto de 2024.

FIGURA 4: INFLAÇÃO Var. % 12 meses



Fonte: IBGE, dados de julho de 2024

exportações estão o petróleo (bruto e refinado, ~15%), a soja (~14%) e o ferro (~9%), e seu principal parceiro comercial é a China.

MERCADO AO RITMO DOS ALTOS E BAIXOS POLÍTICOS

O mercado brasileiro caiu ~14% (em dólares americanos) até agora neste ano, com um desempenho mais defensivo em reais, considerando que a moeda se desvalorizou em mais de 10%.

Parte dessas correções está associada a eventos políticos, tanto globais quanto locais, que têm afetado o mercado.

Primeiro, há a questão fiscal; em um governo *do Partido dos Trabalhadores*, a responsabilidade fiscal sempre será uma preocupação. Assim, a discussão girou em torno do eventual cumprimento da meta de saldo primário de 0% do PIB para este ano, atingindo um superávit no próximo ano e aguardando o orçamento de 2025, que está programado para 31 de agosto.

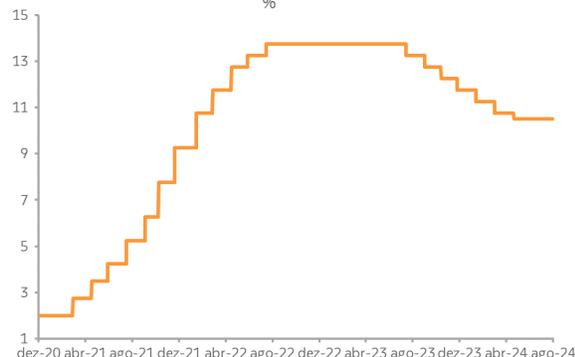
A extensão das isenções fiscais aumenta a pressão sobre o governo, uma vez que as receitas fiscais continuarão a ser menores do que o desejado pelo executivo e necessário para atingir a meta fiscal. Nesse contexto, o governo está promovendo medidas para mitigar esses efeitos, como o aumento do imposto sobre ganhos de capital de 15% para 20%, que acabou sendo retirado do projeto de lei. O foco agora está na redução ou eliminação das isenções.

Outro projeto de lei com grande probabilidade de ser aprovado este ano é a implementação do IVA, que está avançando na câmara baixa, mas provavelmente terminará após as eleições municipais de outubro próximo.

O ministro da Fazenda, Fernando Haddad, tem sido uma figura fundamental na proteção da imagem do governo e acredita-se que tenha contido um pouco as declarações do presidente sobre questões fiscais, mantendo o pragmatismo e a responsabilidade. Embora a aprovação presidencial estivesse caindo na primeira metade do ano, de acordo com a Quaest, em junho ela conseguiu reverter essa tendência e 54% da população aprova a administração de Lula, enquanto 43% a desaprovam, uma queda em relação à pesquisa anterior (Gráfico 6). Esse é um sinal positivo, pois reforça a autoridade política e reduz a probabilidade de o executivo promover medidas populistas que aumentem a volatilidade.

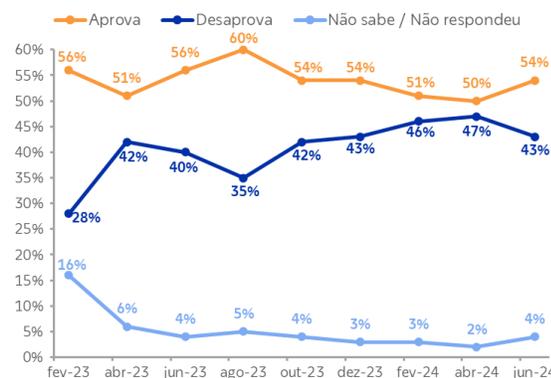
Por fim, uma parte importante da agenda legislativa será interrompida em vista das eleições municipais de 6 de outubro (segundo turno em 27 de outubro em cidades com mais de 200.000 eleitores). Nesse caso, prefeitos e vereadores serão eleitos em mais de 5.500 cidades, onde os titulares têm a maior probabilidade de serem reeleitos.

FIGURA 5: TAXA SELIC



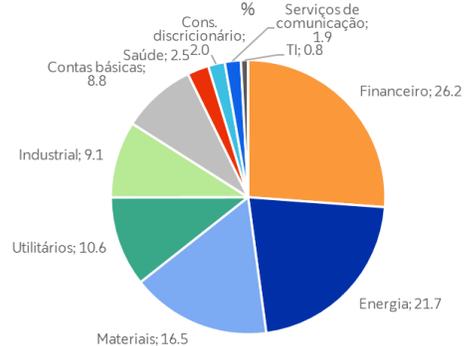
Fonte: Banco Central do Brasil, dados de agosto de 2024.

FIGURA 6: APROVAÇÃO DO PRESIDENTE LULA



Fonte: Quaest.

FIGURA 7: COMPOSIÇÃO SETORIAL DO ÍNDICE MSCI BRASIL

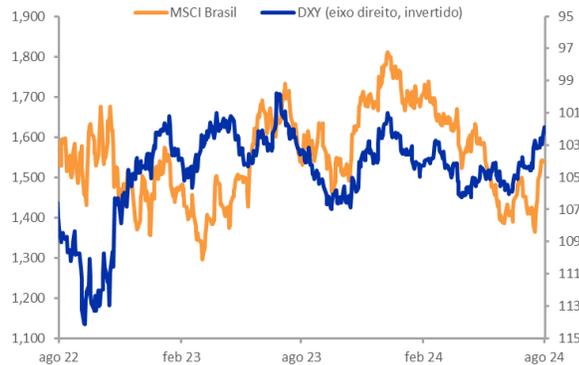


Fonte: MSCI.

CENÁRIO GLOBAL FAVORECE O MERCADO BRASILEIRO

O mercado brasileiro conseguiu reverter os retornos negativos no acumulado do ano (em reais), concentrados nos últimos dois meses (Tabela 1). O índice MSCI Brazil é um dos índices mais *expostos a commodities* da região (energia, materiais e *serviços públicos*, Gráfico 7), respondendo por cerca de 60% do índice MSCI Latin America. Ao mesmo tempo, dada a divergência de empresas listadas, o índice MSCI é altamente concentrado e as duas empresas com maior peso representam mais de 20%, sendo a primeira a VALE, uma empresa de mineração dedicada à extração e produção de ferro, entre outras. Em segundo lugar está a Petrobras, uma empresa petrolífera de propriedade mista, na qual o Estado tem uma participação de cerca de 30%.

FIGURA 8: MSCI BRASIL VS. DXY Pts.



Fonte: Bloomberg, dados de 19 de agosto de 2024.

Assim, o mercado acionário brasileiro historicamente registra correlações positivas e significativas com o preço do petróleo (~40%) e, em menor grau, com a soja e o minério de ferro. Por sua vez, o recente *desempenho superior* do mercado acionário brasileiro em relação ao resto do mundo também está associado a um dólar fraco, que muitas vezes está intimamente ligado à política monetária dos EUA (Gráfico 8). As expectativas do mercado de cortes mais agressivos nas taxas pelo Federal Reserve Bank (Fed) ou de uma economia dos EUA mais fraca do que o esperado tende a desencadear episódios de fraqueza do dólar global, o que poderia favorecer as ações brasileiras.

Além disso, dado o cenário macroeconômico e monetário que se consolida globalmente, com maiores expectativas de cortes nas taxas do Fed, é possível dizer que a história não se repete, mas rima. Em períodos anteriores, quando o Fed iniciou ciclos de corte de taxas, em assincronia com o BCB, o mercado brasileiro *superou o desempenho* dos ativos globais. Por exemplo, nos ciclos de corte de taxas do Fed de 2000 e 2007, o mercado brasileiro superou o mercado acionário dos EUA em mais de 10 pontos percentuais no mês seguinte ao início desse ciclo. No caso da crise *do subprime*, o desempenho superior do mercado brasileiro foi prolongado porque o BCB começou a aumentar as taxas em 2008, tendo que começar a cortar as taxas em 2009 à medida que a crise se aprofundava. Com a expectativa do mercado de que o Fed finalmente começará a cortar as taxas em setembro e a fraqueza do dólar nos últimos meses, o mercado brasileiro teve um desempenho superior ao do resto do mundo (Tabela 2).

TABELA 2: RETORNOS

Retornos (% USD)	MTD	2m	6m	YTD	3Y*	5Y*	10Y*
MSCI ACWI	0.4	2.5	9.0	12.4	3.6	10.2	6.8
MSCI Emergentes	0.8	1.6	7.6	6.8	-4.9	2.4	0.2
MSCI LatAm	5.3	6.8	-9.3	-13.0	-2.1	-2.4	-4.0
MSCI Brazil	8.0	9.4	-9.5	-14.5	-5.7	-5.9	-4.6
BOVESPA	8.4	9.9	-5.4	-11.4	2.6	-0.4	-0.2

Fonte: Bloomberg, dados de 16 de agosto de 2024 / * Anualizado

Os relatórios corporativos do segundo trimestre deste ano ficaram em linha com as expectativas do mercado. Para este ano, as projeções consensuais de lucros apontam para um crescimento de cerca de 9%, sendo mais positivo se as empresas relacionadas a *commodities* forem excluídas. Com relação ao próximo ano, o crescimento seria mais acentuado.

Com relação aos *valuations*, eles parecem baratos, tanto historicamente quanto em comparação com o restante dos países emergentes. Assim, os índices Preço/Utilidade (P/U) *Trailing* e P/U de 12 meses estão quase 1 desvio padrão abaixo de suas médias de 5 e 10 anos.

Com relação aos fluxos de investimento, os fluxos de entrada não conseguiram se consolidar e foram observadas saídas líquidas de fundos e ETFs nas últimas três semanas. Historicamente, e no nível dos investidores locais, uma taxa Selic abaixo de 10% costuma ser um fator de entrada líquida no mercado acionário. Antes disso, o investimento em ativos de renda fixa é visto como mais atraente, em termos de risco e retorno, do que o mercado acionário.

Isso consolida um cenário global que, em períodos anteriores, foi benéfico para o desempenho das ações brasileiras. Por sua vez, elas têm *valuations* atraentes e fundamentos macroeconômicos robustos. De qualquer forma, esse cenário traz riscos locais e globais. Com relação ao primeiro, a questão fiscal e um desvio significativo das metas, ou mudanças significativas no sistema tributário para aumentar a receita, podem prejudicar o desempenho do mercado acionário brasileiro. Em nível global, uma desaceleração econômica maior do que a esperada poderia aumentar a probabilidade de recessão nos mercados e resultar em um ambiente de aversão ao risco, impactando as ações de países emergentes.

No entanto, globalmente, continuamos a esperar um *soft landing* e o início dos cortes nas taxas do Fed em setembro, o que historicamente favorece o mercado brasileiro em um contexto em que o BCB continuaria a manter a taxa Selic pelo resto do ano e continuaria a mostrar resiliência econômica.

As opiniões contidas neste relatório não devem ser consideradas como uma oferta ou solicitação de compra ou venda, subscrição ou resgate, contribuição ou retirada de quaisquer títulos, mas são publicadas com o único propósito de informar nossos clientes. As projeções e estimativas apresentadas foram preparadas por nossa equipe usando as melhores ferramentas disponíveis, mas não há garantia de que elas serão realizadas. As informações contidas neste relatório não correspondem aos objetivos específicos de investimento, à situação financeira ou às necessidades particulares de qualquer destinatário deste relatório. Antes de realizar qualquer transação de valores mobiliários, os investidores devem se informar sobre os termos da transação e os direitos, riscos e responsabilidades envolvidos, e as empresas Compass e/ou pessoas relacionadas ("*Compass*") não assumem qualquer responsabilidade, direta ou indireta, decorrente do uso das opiniões contidas neste relatório. Quaisquer opiniões expressas neste material estão sujeitas a alterações sem aviso prévio pela Compass, que não assume nenhuma obrigação de atualizar as informações aqui contidas. A Compass, suas pessoas relacionadas, diretores ou outros funcionários podem fazer comentários ou transações de mercado, orais ou escritos, que reflitam uma visão diferente da expressa neste relatório.