

Carta mensal de investimentos

Maio de 2023



welcome to brighter

Introdução

- **No mês de abril, os dados mais comedidos da inflação ao consumidor nos EUA em conjunto com números mais fracos da atividade econômica naquele país trouxeram aos investidores a expectativa de que o ciclo de alta das taxas de juros estaria por terminar. Além disso, mais um problema com um banco regional aumentou os receios de que os recentes acontecimentos que deixaram o setor bancário mais fragilizado já estariam impactando a economia. Essa conjunção de fatores levou os investidores não só a acharem que as taxas de juros não só não subiriam mais, como recuariam até o final do ano, apesar das sucessivas mensagens do Banco Central de que isso era praticamente impossível.**
- **No final do mês, dois dados mais fortes da atividade dos EUA reacenderam as discussões sobre até onde as taxas de juros iriam, mas o cenário de que elas subiriam mais uma vez em maio e depois parariam em conjunto com a avaliação de que o crescimento econômico naquele país ainda seria positivo em bases anuais, deram fôlego para os ativos de risco e resultaram em um bom mês de retorno. O S&P500 subiu 1,46% e o MSCI 1,59%, enquanto a renda fixa valorizou-se cerca de 0,8% (nos principais índices de mercado).**
- **No Brasil, o bom sentimento internacional e a volta do capital estrangeiro para a bolsa, depois de 2 meses de saídas, ajudou na valorização dos ativos de risco, ao passo que as avaliações do texto do Arcabouço Fiscal entregue ao Congresso monopolizaram as atenções e influenciaram de forma mais relevante os negócios nos principais mercados domésticos. No fechamento do mês, após ter caído mais de 10% em fevereiro e março, o Ibovespa registrou valorização de 2,50% e diminuiu a queda acumulada no ano para 4,8%. Na renda fixa, mesmo diante da incerteza fiscais, as taxas de juros dos títulos longos prefixados assim como as NTN-B encontraram espaço para recuar, fazendo com que o IRF-M registrasse alta (1,1%) e o IMA-B retorno ainda superior de 2,02%.**

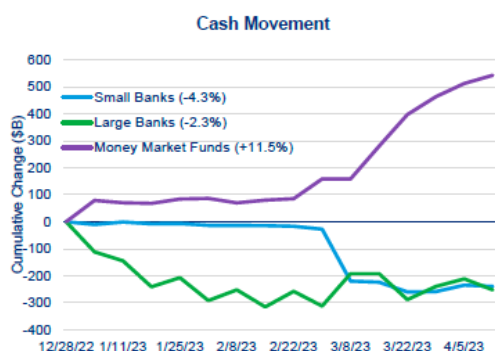
*“Uma víbora esmagada sob seu pé e ainda viva, vai se erguer e morder você com uma dose dupla de veneno. Um inimigo por perto é como uma víbora semimorta a quem você ajuda a recuperar a saúde (...).”
 (“As 48 Leis do Poder” – Robert Green)*

A batalha para matar de vez a víbora da inflação continuou ao longo do mês de abril e ela deu mais uma vez sinais de que ainda respirava, embora suas forças já não fossem as mesmas após o longo período em esteve lutando com os Bancos Centrais. Por essa razão e sabendo que não há espaço para dar a batalha por encerrada antes de o inimigo ser “extinto totalmente”, uma vez que do contrário seu “vestígios podem se tornar ativos como os de uma fogueira” e nos “morder com uma dose dupla de veneno”, novamente as mensagens das Autoridades Monetárias foram na direção que toda e qualquer decisão à frente dependerá da leitura e avaliação dos dados correntes e que mesmo que o ciclo de alta dos juros

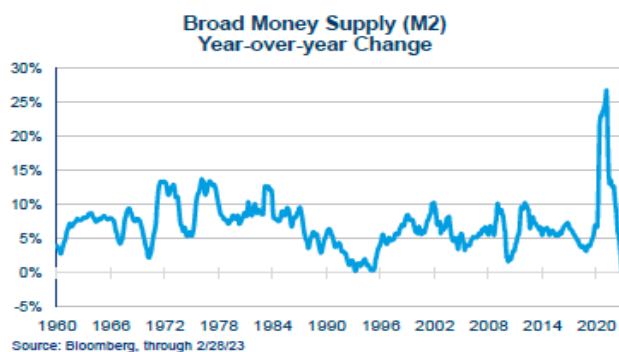
estejam próximo ao fim, o espaço para cortes esse ano são praticamente impossíveis (todas as frase citadas extraídas do livro “As 48 Leis do Poder” de Robert Green).

O mês começou com a divulgação do principal índice de inflação dos EUA, o PCE (deflator do PIB), que é o indicador utilizado pelo FED para determinar a política monetária. Dando um novo sinal de que a alta de preços segue arrefecendo, o núcleo do índice, que retira os produtos mais voláteis como alimentos e combustíveis, subiu 0,3%, abaixo da expectativa do mercado de 0,4%, e passou a acumular em 12 meses 4,6% (ainda longe da meta do FED, mas também ligeiramente abaixo das expectativas de 4,7%). Ainda na primeira quinzena, o CPI, correlato ao nosso IPCA, também mostrou a mesma tendência com alta de 0,1% (contra o esperado de 0,2%), o que levou o acumulado de 12 meses a registrar forte desaceleração, recuando de 6% em fevereiro para 5% em março (ante expectativa de 5,2%). Mas apesar dos índices de inflação mais baixos, os analistas concordaram que os dados eram insuficientes para evitar um novo aumento da taxa pelo FED na reunião de começo de maio, ainda mais por que o núcleo do CPI veio dentro do esperado, mas ainda em um nível incômodo, sendo que o que abriu de fato as discussões sobre a próxima alta ser a última do atual ciclo e até mesmo a possibilidade de o Banco Central norte-americano cortar os juros no segundo semestre foram os dados mais fracos da atividade dos EUA.

Os primeiros dados mais fracos vieram da atividade industrial, tanto com o PMI medido pelo ISM quanto o medido pela S&P Global mostrando índices ligeiramente abaixo do esperado e abaixo de 50 pontos (lembrando que leituras abaixo de 50 correspondem ao terreno de retração e acima ao de expansão). Após isso, o relatório de emprego Jolts mostrou a abertura de postos de trabalho abaixo de 10 milhões pela primeira vez em quase dois anos e mesmo que o *payroll*, o mais importante dado do mercado de trabalho norte-americano, tenha apresentado um melhor número (236mil vagas ante o esperado de 240 mil), ambos mostraram sinais de arrefecimento do setor, especialmente aqueles mais sensíveis aos juros (como indústria e construção).



Source: St. Louis Federal Reserve, ICI, through 4/12/23



Source: Bloomberg, through 2/28/23

A divulgação de dados mais fracos da atividade pode ser avaliada por dois lados. O primeiro, mais construtivo, diz respeito à menor pressão que essa menor atividade exerce sobre a inflação, o que possibilita um caminho menos duro para a política monetária, sem, no entanto, levar a economia para um terreno de retração do crescimento. O segundo, menos construtivo, aponta para uma relevante perda

de atividade que mesmo tendo seu lado positivo na inflação, leva o país para a uma recessão. Nesse sentido, as informações colhidas ao longo do mês davam indicação que o cenário se aproximara mais da primeira avaliação do que da segunda, embora tenham aumentado na ocasião as apostas e avaliações de analistas que os EUA poderiam entrar em recessão nos próximos meses (por exemplo, a consultoria Capital Economics subiu a probabilidade para 57%). No entanto, mais uma quebra de um banco regional dos EUA reacendeu as preocupações com uma possível crise do setor bancário e seus reflexos sobre a economia de modo geral. O próprio FED, antes da quebra do First Republic Bank (FRB), já divulgara que havia observado pela segunda semana consecutiva um aumento na demanda de bancos por programas de liquidez direta, os quais haviam mobilizado cerca de US\$155 bilhões, após terem registrado US\$ 139,5 bilhões na semana anterior. Assim, a situação do FRB veio na esteira de um setor ainda fragilizado e embora as ações das autoridades tenham evitado uma contaminação da crise pelo resto do segmento (o próprio FRB foi comprado pelo JPM), os efeitos sobre a economia ainda são incertos e alguns reflexos já são observados. O gráfico acima e à esquerda demonstra como houve migração de recursos de investidores de grandes e pequenos bancos para os fundos de investimentos *money market* (como se fossem nossos fundos DI com liquidez diária) e a sua consequência no gráfico à direita: a diminuição do agregado monetário “M2” na economia (M2 é a somatória de todo o papel moeda da economia mais os depósitos bancários à vista e a prazo). O que significa isso? Menos dinheiro disponível para os bancos emprestarem para as pessoas físicas e jurídicas. Ou seja, já há efeitos na economia da crise bancária, com um maior aperto das condições financeiras.

No final do mês, dois dados mais fortes da atividade, produção industrial e índice de confiança, ambos acima do esperado, reacenderam as discussões sobre até onde as taxas de juros iriam, mas o cenário de que elas subiriam mais uma vez em maio e depois parariam em conjunto com a avaliação de que o crescimento econômico por lá, mesmo que apresente retração em alguns trimestres, ainda seria positivo em bases anuais, deram fôlego para os ativos de risco e resultaram em um bom mês de retorno. O S&P500 subiu 1,46% e o MSCI 1,59%, enquanto a renda fixa valorizou-se cerca de 0,8% (nos principais índices de mercado).

Ponto de Vista Mercer, cenário internacional: não alteramos nossa avaliação para o mercado internacional nos médio e longo prazos. A crise bancária parece ter sido resolvida e o contágio evitado, pelo menos por ora, o que não deve impactar de forma relevante o crescimento econômico das regiões, embora as condições financeiras mais apertadas possam prejudicar o crédito e inibir o crescimento marginalmente. Mas como ainda há várias dúvidas no cenário e as bolsas se valorizaram de forma relevante nos últimos meses (o que abre discussões sobre seu *valuation*), não sugerimos assumir maiores riscos de maneira relevante nos portfólios. Assim, continuamos neutros para investimentos no exterior, mas sempre advogando a favor de sua importância para a composição do portfólio de um investidor institucional doméstico, dado o relevante benefício de diversificação (e correlação) que ele provê.

No Brasil, o bom sentimento internacional e a volta do capital estrangeiro para a bolsa, depois de 2 meses de saídas, ajudou na valorização dos ativos de risco, ao passo que as avaliações do texto do Arcabouço Fiscal entregue ao Congresso monopolizaram as atenções e influenciaram de forma mais relevante os negócios nos principais mercados domésticos.

Do lado da atividade e economia real, após alguns meses registrando perda de fôlego, certos dados apresentaram melhora. Do lado do mercado de trabalho, o Caged trouxe um forte número de criação de vagas em março e a PNAD corroborou a retomada do setor ao apontar taxa de desemprego do primeiro trimestre em 8,8%, abaixo dos 8,9% esperados. Além disso, o IBC-Br saltou 3,32% em fevereiro, acima do teto das estimativas (2%), no maior nível desde março de 2014. Até a notícia ruim de que o setor de serviços encolheu 3,1% em janeiro, abaixo das estimativas do mercado e eliminando a forte expansão de dezembro, foi bem recebida, uma vez que alivia a pressão inflacionário do setor, o qual estava próximo das máximas históricas e vinha causando preocupação para o Banco Central.

“A realidade é que o processo de desinflação está mais lento do que esperávamos dado o nível dos juros reais no Brasil. O que nos diz que a batalha não foi ganha e precisamos persistir” (Roberto Campos Neto)

Do lado da inflação, as notícias também foram positivas com o IPCA desacelerado de 0,84% em fevereiro para 0,71% em março, abaixo da mediana das projeções de fevereiro, e recuando de 5,6% para 4,65% no acumulado de 12 meses, abaixo do teto da meta da inflação estipulado pelo CMN pela primeira vez após fechar 2021 e 2022 acima. Mas mesmo que o mercado tenha comemorado o dado e promovido quedas nas taxas de juros futuras negociadas na B3, o recado do Banco Central por meio das comunicações do COPOM e das falas de seu presidente, Roberto Campos Neto, tem mostrado que não é possível descuidar da inflação e já começar a cortar a Selic, uma vez que, nas próprias palavras de Campos Neto, “se você para no meio do tratamento, só porque temos os primeiros sintomas mais positivos, pode perder todo o efeito”.

Além das expectativas para a inflação e o número corrente ainda estarem acima do que o Banco Central gostaria, o texto do Arcabouço Fiscal que será aprovado pelo Congresso também é um ponto importante para a queda da Selic mais à frente. Mas não é só nesse ponto que o Arcabouço preocupa! O texto que foi entregue prevê zerar o déficit primário em 2024 e gerar superávits de 0,5% do PIB em 2025 e de 1% em 2026, com tolerância de 0,25pp para cima e para baixo. Como números, eles não são ruins, mas preocupa que a metodologia utilizada para chegar nesses superávits infla muito o cálculo das receitas. Segundo analistas, o crescimento real das receitas assumido na proposta é de 7,8% no ano que vem, sendo que desde 2011 o aumento médio ficou pouco acima de 1% (sem contar que há possibilidade de as despesas também estarem subestimadas). Além disso, outro ponto relevante para a comportamento da dívida no futuro é o fato de que foram consideradas 13 exceções no cálculo do arcabouço, o que torna incerto o quanto a dívida pode aumentar.

No final do mês, a decisão do STJ que autorizou a cobrança de IRPJ e CSLL sobre os benefícios fiscais do ICMS, gerando R\$70 bilhões de receita para a União, melhorou a percepção de risco e somado ao benefício da dúvida que o mercado está dando para o controle das despesas por meio das novas regras do arcabouço, ao fluxo positivo de estrangeiros e o melhor humor externo proporcionaram bons ganhos para os ativos de risco domésticos. Como resultado, após ter caído mais de 10% em fevereiro e março, o

Ibovespa registrou valorização de 2,50% e diminuiu a queda acumulada no ano para 4,8%. Na renda fixa, mesmo diante da incerteza tratadas acima, as taxas de juros dos títulos longos prefixados assim como as NTN-B encontraram espaço para recuar, fazendo com que o IRF-M registrasse alta (1,1%) e o IMA-B retorno ainda superior de 2,02%.

Ponto de Vista Mercer, mercado doméstico: não promovemos alterações relevantes em nossa visão de médio e longo prazos para o mercado local. As dúvidas com o comportamento da dívida no futuro em função do texto do arcabouço que deverá ser aprovado no Congresso e o baixo crescimento esperado para a economia no ano não autorizam aumento de risco nos portfólios. Por outro lado, as ainda altas taxas nos fazem não diminuir nossa exposição levemente positiva em prefixado e IMA-B. Assim, no curto prazo, diminuimos levemente nossa posição sobre alocada em Multimercado Estruturado, mas mantendo ainda a avaliação positiva desse segmento na composição das carteiras.

Indicadores Financeiros

Renda Fixa	% Mês	% Ano	% 12m	% 24m
CDI	0,92%	4,20%	13,38%	21,45%
IMA-S	0,86%	4,18%	13,61%	22,31%
IRF-M 1	0,86%	4,23%	13,31%	19,69%
IRF-M	1,10%	5,03%	12,91%	14,29%
IRF-M 1+	1,25%	5,54%	13,07%	11,85%
IMA-B 5	0,90%	5,33%	9,67%	20,04%
IMA-B	2,02%	6,08%	8,78%	13,88%
IMA-B 5+	3,03%	6,75%	8,12%	8,09%
IHFA	0,81%	1,63%	7,39%	16,26%
Jgp Idex-CDI	0,77%	-1,55%	8,61%	19,58%

Títulos Públicos	Taxa	Dif.	% Mês	% Ano
NTN-B mai-2023	5,90%	-0,10	0,96%	4,69%
NTN-B ago-2024	6,69%	0,38	0,53%	4,67%
NTN-B mai-2025	5,92%	0,13	0,71%	5,24%
NTN-B ago-2026	5,64%	-0,11	1,26%	6,41%
NTN-B ago-2028	5,75%	-0,18	1,72%	6,71%
NTN-B ago-2030	5,77%	-0,17	1,90%	6,45%
NTN-B mai-2035	5,96%	-0,17	2,33%	5,86%
NTN-B ago-2040	5,99%	-0,20	3,07%	6,67%
NTN-B mai-2045	6,02%	-0,24	3,79%	6,83%
NTN-B ago-2050	6,02%	-0,24	4,10%	7,41%
NTN-B mai-2055	6,01%	-0,22	4,03%	7,31%
NTN-B ago-2060	5,99%	-0,21	4,08%	7,59%

Índices de Inflação	% Mês	% Ano	% 12m	% 24m
IPCA	0,61%	2,72%	4,18%	16,82%
INPC	0,53%	2,42%	3,83%	16,78%
IGPM	-0,95%	-0,75%	-2,17%	12,18%

Câmbio	% Mês	% Ano	% 12m	% 24m
Dólar	-1,57%	-4,16%	1,66%	-7,46%
Euro	-0,07%	-0,87%	6,47%	-15,09%

Juros Eua	Taxa	Taxa (m-1)	Dif.
T-Bond 10 yr	3,45%	3,49%	-0,04
T-Bond 30 yr	3,68%	3,69%	-0,01

Renda Variável	% Mês	% Ano	% 12m	% 24m
Ibovespa	2,50%	-4,83%	-3,19%	-12,16%
Ibovespa (USD)	4,14%	-0,70%	-4,77%	-5,09%
IBr-X	1,93%	-5,48%	-4,80%	-14,46%
IBr-X 50	1,64%	-6,25%	-4,09%	-13,15%
IDIV	3,89%	-0,36%	2,52%	6,38%
SMLL	1,91%	-7,78%	-19,88%	-36,55%
IFIX	3,52%	-0,31%	1,61%	-0,10%
S&P500	1,46%	8,59%	0,91%	-0,28%
MSCI WORLD	1,59%	8,96%	1,44%	-3,50%

Títulos Públicos	Taxa	Dif.	% Mês	% Ano
LTN jul-2023	13,67%	0,03	0,91%	4,22%
LTN jan-2024	13,30%	0,10	0,83%	4,18%
LTN jul-2024	12,62%	0,11	0,73%	4,43%
LTN jan-2025	12,11%	0,07	0,71%	4,80%
NTN-F jan-2025	12,15%	0,09	0,69%	4,69%
NTN-F jan-2027	11,86%	-0,29	1,62%	6,15%
NTN-F jan-2029	12,19%	-0,38	2,31%	6,06%
NTN-F jan-2031	12,27%	-0,42	2,82%	6,15%
NTN-F jan-2033	12,36%	-0,45	3,31%	5,70%

DI Futuro	Taxa	Taxa (m-1)	Dif.
DI jul-2023	13,64%	13,64%	0,01
DI jan-2024	13,30%	13,20%	0,10
DI jan-2025	12,07%	12,04%	0,04
DI jan-2026	11,76%	11,95%	-0,19
DI jan-2027	11,81%	12,10%	-0,29
DI jan-2028	11,93%	12,29%	-0,36
DI jan-2029	12,11%	12,52%	-0,41
DI jan-2031	12,32%	12,80%	-0,48
DI jan-2033	12,43%	12,91%	-0,48

Fonte: Economática, B3 e Mercer

NOTAS IMPORTANTES

A Mercer Human Resource Consulting Ltda. não se responsabiliza pelo conteúdo das informações disponibilizadas através desta mensagem. As informações não devem ser interpretadas como uma solicitação ou oferta para compra ou venda de quaisquer tipos de valores mobiliários, bem como não devem ser tratadas como uma recomendação ou aconselhamento de investimento.

Dessa forma, as informações presentes neste material não asseguram ou sugerem a existência de garantia de resultados futuros ou a isenção de riscos ao investidor.

Todas as informações aqui descritas podem envolver uma série de riscos que devem ser observados pelo destinatário e consultadas, se possível, junto ao autor de tais informações, dessa forma, salientamos para que todos os destinatários considerem o conteúdo de forma cuidadosa, à luz de suas próprias situações financeiras e objetivos de investimento, e que leiam todas as informações disponíveis neste material, bem como outras informações que julgar necessárias para sua análise.

Sem prejuízo das ressalvas e demais informações descritas no material, ressaltamos que a) retornos passados, se baseiem em fatos passíveis de demonstração, que servem apenas como referência histórica e não são garantia de retornos futuros; b) investimentos envolvem riscos e podem ensejar perdas, inclusive da totalidade do capital investido, ou mesmo a necessidade de aportes adicionais, conforme o caso; e c) os valores e percentuais de retorno descritos nos materiais são estimados com base em informações disponíveis à época e consideradas confiáveis em nossa avaliação.

Nenhuma decisão de investimento deve ser feita com base nessas informações sem primeiro obter conselhos legais, fiscais e contábeis profissionais adequados e considerando suas circunstâncias.

Mercer

www.mercer.com.br
mercerc.brasil@mercerc.com

