

Carta mensal de investimentos

Janeiro 2024



Introdução

- Dando continuidade às positivas expectativas com a antecipação do processo de queda de juros nos EUA, novamente os ativos de risco foram beneficiados pelo *rally* nos principais mercados de negócios globais. Mais uma vez, dados dentro do esperado da inflação mostraram um cenário mais positivo para o comportamento dos preços, inclusive com o índice que o Banco Central norte-americano (FED) utiliza como métrica para o regime de metas (PCE) apresentando pela primeira vez desaceleração na margem no acumulado de 12 meses desde abril de 2020. Isso fez com que aumentassem as apostas no mercado que o promoveria o primeiro corte das taxas já em março de 2024 e também ajudou a derrubar as taxas dos títulos de 10 anos dos EUA.
- Assim, os investidores mantiveram o modo *risk on* e estenderam o bom humor registrado em novembro, promovendo mais uma vez relevantes ganhos para os ativos de risco. O S&P500 emplacou 9 semanas consecutivas de alta, série mais longa desde 2004, registrou alta de 4,42% e acumulou no ano 24,23%. No mesmo caminho, o MSCI World registrou alta e 4,81% em dezembro e passou a acumular 21,77% no ano.
- No Brasil, o período ainda continuou com muito ruído do lado fiscal, com contínuas falas do governo advogando a favor do déficit primário em 2024, enquanto no Congresso o embate ocorria em torno da aprovação da LDO, do tamanho do contingenciamento e da desoneração da folha de pagamentos. Mesmo entre ruídos, os mercados domésticos se beneficiaram do ambiente internacional e de mais um mês de relevante entrada de recursos estrangeiros na bolsa, o que fez com que os ativos de risco apresentassem mais um mês de boa performance (queda nas taxas de juros prefixadas e dos papéis atrelados à inflação e alta da bolsa).

“Não é a morte que um homem deve temer, mas ele deve temer nunca começar a viver.”
(Marco Aurélio)

O Estoicismo foi fundado por Zenão de Cítio, um filósofo grego que viveu no início do século III a.C. Seu trabalho era cruzar águas gregas transportando mercadorias e a história conta que, aos 30 anos, o navio que o levava da Fenícia até Pireu naufragou, levando para o fundo do mar todas as suas mercadorias (uma catástrofe, uma vez que vivia unicamente do comércio). Desembarcando na cidade de Atenas, ele passou a frequentar uma livraria (é claro que entre o naufrágio e livraria ocorreram outras coisas, mas sigamos assim) onde encontrou um livro de Sócrates que o inspirou a buscar a filosofia e onde foi introduzido à filosofia de Diógenes de Sinope. Segundo a história, Zenão permaneceu em Atenas e começando a ensinar na Stoa Poikilê, uma estrutura arquitetônica em Atenas cujo nome em grego é "Stoa" (daí surgiu o nome da filosofia), fundou o Estoicismo.

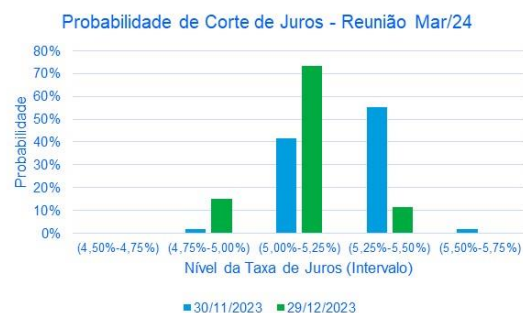
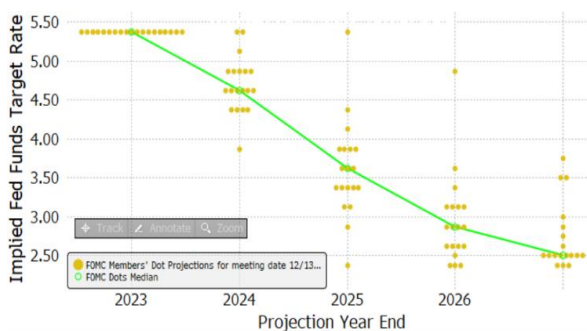
A filosofia estoica tem como abordagem a busca de uma boa vida focando apenas no que é possível controlar, deixando de sofrer por aquilo que não está no controle humano, se afastando de uma vida guiada pelos sentimentos e prazeres carnisais, com enfoque na razão

e no bem moral. Outro princípio é que todos os seres humanos têm a capacidade de viver de acordo com a razão, não sendo somente levado pelas emoções, e que isso é fundamental para alcançar a felicidade e a virtude.

Conta-se que os estóicos tinham uma história interessante que dizia que um homem chegou a eles dizendo que queria mudar de vida, mas que tinha medo da morte. Respondendo ao homem, Sêneca lhe indagou fazendo-o pensar se aquele seu medo já não o estava fazendo viver dentro da própria morte, evidenciando como é importante ter coragem para mudar as coisas e como não se pode viver em função do que não se pode controlar.

Se há uma coisa que não se pode dizer é que os investidores não tiveram coragem de mudar suas visões e avaliações sobre o futuro das economias com medo de errarem e sofrerem com futuras consequências. E também não se pode dizer que esta mudança não teve gatilhos e motivos, pelo contrário, mesmo que se possa questionar sobre a intensidade do movimento. Com isso, dezembro foi marcado pela continuidade do *rally* observado nos mercados globais em novembro, consolidando os ganhos dos ativos de risco e a visão de que o *pivot* do FED havia de fato se concretizado.

Como escrito acima, a continuidade do bom humor e das avaliações positivas durante o mês não foram no vazio, mesmo que os chamados *Fed Boys* tenham feito a lição de casa em tentar controlar o excesso das expectativas pregando parcimônia nos próximos movimentos da Autarquia. Os primeiros dados divulgados foram do mercado de trabalho, com o *JOLTs* e o *Payroll*. O primeiro mostrou uma menor abertura de vagas de trabalho (8,7 milhões contra 9,3 milhões esperados) e o segundo 199 mil novas contratações (em linha com o esperado) e embora tenham sido números robustos, foram recebidos como a boa notícia de uma economia resiliente e de um mercado trabalho que aos poucos vai ficando menos “apertado”. Do lado da inflação, o CPI mais uma vez veio dentro do esperado (0,1% ante a expectativa de estabilidade) e apesar de não ter “feito preço”, abriu portas para a boa leitura do PCE que em novembro passou a acumular alta anual de 2,5% (contra a expectativa de 2,8%) e registrou a primeira desaceleração na margem desde abril de 2020.



Mas como entre as divulgações do CPI e do PCE passaram-se cerca de 10 dias, quem abriu mesmo as portas para um maior otimismo dos mercados foi a reunião do Comitê de Política Monetária do FED (FOMC). Não porque a decisão tenha sido surpresa, uma vez que a autoridade monetária manteve as taxas de juros inalteradas como era amplamente esperado, mas sim pelas indicações dadas no comunicado pós-reunião e na coletiva de imprensa com o presidente Jerome Powell. Diferente de outras oportunidades, o *chairman* do FED foi mais direto que de costume e assim como o comunicado, indicou que os indicadores econômicos apontam favoravelmente para o início antecipado da queda dos juros. Além disso, o texto

citou que a desaceleração da atividade econômica, da inflação e a alta do desemprego pesavam a favor do início de afrouxamento da política monetária. Por fim, o gráfico de pontos (*dot plots*, gráfico acima e à esquerda) que é atualizado a cada três meses e apresenta o que os diretores do FED esperam para os próximos anos em termos de crescimento, emprego, inflação e taxa de juros trouxe importante revisão se comparado ao de setembro, indicando que a maioria dos dirigentes passaram a esperar pelo menos 3 quedas de juros para 2024 (contra apenas uma em setembro).

Com isso, os investidores não só assumiram as projeções do FOMC como positivas, como após a divulgação do PCE, colocaram uma dose adicional de otimismo passando a prever não só a maior probabilidade (70%, gráfico acima e à direita) de início de corte de juros já em março, como também que as taxas poderiam ser cortadas entre 6 e 7 vezes durante 2024 (probabilidade de mais de 70% que as taxas poderiam chegar entre 3,5% e 4%).

Assim, os investidores mantiveram o modo *risk on* e estenderam o bom humor registrado em novembro, promovendo mais uma vez relevantes ganhos para os ativos de risco. O S&P500 emplacou 9 semanas consecutivas de alta, série mais longa desde 2004, registrou alta de 4,42% e acumulou no ano 24,23%. No mesmo caminho, o MSCI World registrou alta e 4,81% em dezembro e passou a acumular 21,77% no ano. Do mesmo modo, os principais índices de renda fixa tiveram novo período de ganhos, com o Bloomberg Aggregate, um dos mais conhecidos e utilizados como *benchmark* pelos investidores, subindo 10% entre novembro e dezembro, melhores dois meses desde 1990, e com alta de 3,8% em dezembro, acumulou 5,5% no ano.

Ponto de Vista Mercer, cenário internacional: não alteramos nossa avaliação para o mercado internacional nos médio e longo prazos. As leituras dos dados vêm confirmando nossa avaliação de que a economia dos EUA caminha para um pouso suave, o que será ajudado pelo processo de queda de juros que se iniciará em 2024. Assim, continuamos neutros para investimentos no exterior, considerando que no cenário base o Real continuará apresentando uma boa performance sobre o Dólar e que as altas recentes na bolsa internacional deixam os *valuations* menos atrativos. Mesmo assim, continuamos advogando a favor da importância do investimento internacional para a composição do portfólio de um investidor institucional doméstico, dado o relevante benefício de diversificação que ele provê, necessitando ser avaliado não só pela métrica de retorno potencial, mas como também de proteção.

No Brasil, o período ainda continuou com muito ruído do lado fiscal, com contínuas falas do governo advogando a favor do déficit primário em 2024, enquanto no Congresso o embate ocorria em torno da aprovação da LDO, do tamanho do contingenciamento e da desoneração da folha de pagamentos. É claro que diante de um mercado internacional francamente positivo e com a enxurrada de dinheiro estrangeiro na bolsa local, os ativos de risco se beneficiaram e registraram relevantes ganhos.

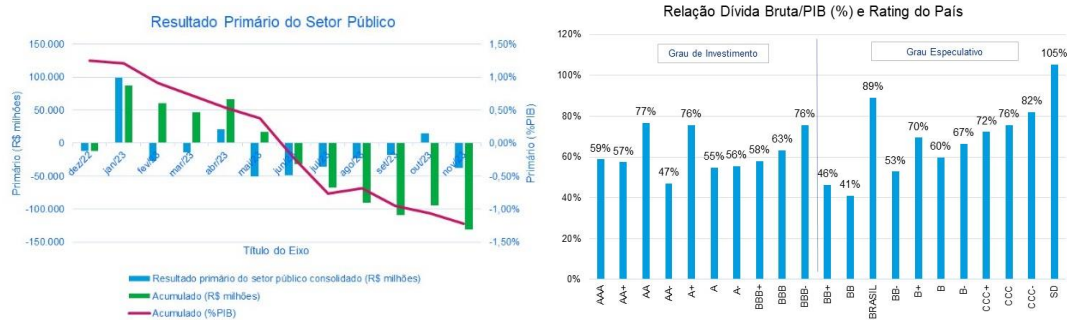
Do lado da atividade, os dados continuaram apresentando acomodação. O setor de serviços (PMS) recuou 0,6% (terceira queda consecutiva), renovando os sinais enfraquecimento, enquanto as vendas do comércio varejista (PMC-IBGE) desaceleraram em relação aos resultados apresentados até o 3º trimestre do ano (o índice restrito recuou 0,3% e o ampliado recuou 0,4%). Esses e outros dados mais fracos colhidos ao longo dos últimos meses explicam por que o IBC-Br renovou os sinais de perda de desempenho ao ter se mantido praticamente estável em outubro (terceiro resultado consecutivo sem apresentar crescimento e acumulando 0,8% de perda nesse período). Do lado positivo, os dados do mercado de

trabalho (PNAD Contínua) consolidaram o cenário favorável do mercado de trabalho ao apresentar taxa de desocupação de 7,5% no trimestre móvel encerrado em novembro, ante 8,1% no mesmo período do ano anterior (resultado em linha com a mediana de mercado).

Do lado da inflação, o IPCA de novembro avançou 0,28%, ligeiramente abaixo da expectativa de mercado (0,29%) e passou a acumular alta de 4,68% em 12 meses, abaixo da variação de 4,82% acumulada até outubro. O comportamento mais benigno dos índices de preços possibilitou mais uma queda da taxa Selic por parte do COPOM, sem surpresas e de forma unânime, para 11,75%, sendo que tanto o comunicado quanto a ata mantiveram as mensagens de manutenção do ritmo de 50 bps de corte da Selic nas próximas reuniões e da necessidade de manter a política monetária em terreno contracionista no horizonte relevante. Um ponto interessante é que, segundo analistas, a cautela do COPOM em não acelerar o passo das quedas se justifica pela briga que ainda trava contra as expectativas de inflação, as quais refletem as incertezas sobre execução da política fiscal e sobre a substituição de Roberto Campos na presidência da instituição. E de fato as expectativas sobre a inflação futura não se mostram mesmo ancoradas, tanto que de acordo com o último relatório Focus do ano, o IPCA projetado para os anos de 2025 e 2026 está acima da meta há 23 e 26 semanas, respectivamente.

'Se for necessário o país se endividar para crescer, qual é o problema?'

Independente dos dados da economia real e os movimentos da política monetária, novamente as discussões em torno da meta fiscal e o resultado corrente das contas públicas não foram positivas e causaram desconforto nos investidores. O governo central registrou déficit de R\$ 39,39 bilhões em novembro, o pior mês da história e a pior acumulado do ano desde 2020. Do mesmo modo, o setor público consolidado registrou um déficit primário de R\$ 37,3 bilhões em novembro, pior novembro desde 2016, passando a acumular em 12 meses déficit de R\$ 131,3 bi, ou 1,22% do PIB (gráfico abaixo e à esquerda). Os números correntes não são bons e o futuro também não se mostra promissor, muito pelo contrário, considerando as constantes investidas de alas do governo e do próprio presidente contra o equilíbrio fiscal (como a frase acima). E além do número absoluto da dívida do país ser alta, em termos relativos, considerando outros países que possuem o mesmo *rating* do Brasil (gráfico abaixo e à direita), nossa dívida é mais alta, indicando como as preocupações dos economistas e analistas tem mais do que sentido.



Mas como dito acima, o noticiário local menos favorável não foi suficiente para ofuscar a relevante melhora dos mercados internacionais, das boas notícias vindas dos EUA e da robusta entrada de recursos estrangeiros na bolsa de R\$17,7 bilhões (segunda maior do ano e desde março de 2022, resultando em o segundo melhor volume da séria histórica no ano). Com isso, o Ibovespa registrou alta de 5,38% e renovou sua máxima histórica após 4 anos, acumulando no ano valorização de 22,28%. Na renda fixa, a queda das taxas internacionais

favoreceu as estratégias prefixadas e atreladas à inflação, com o IMA-B subindo 2,75% (16,05% no ano) e o IRF-M 1,48% (16,51% no ano).

Ponto de Vista Mercer, mercado doméstico: não promovemos alterações relevantes em nossa visão de médio e longo prazos para o mercado local. O país ainda apresenta muitos desafios do lado fiscal mesmo após a aprovação do Arcabouço, uma vez que será muito difícil o governo alcançar as metas estabelecidas no texto. Assim, a dinâmica das contas públicas será decisiva para os mercados nos próximos meses e por isso temos posição cautelosamente positiva para grande parte dos ativos de risco.

Indicadores Financeiros

Renda Fixa	% Mês	% Ano	% 12m	% 24m
CDI	0,89%	13,04%	13,04%	27,05%
IMA-S	0,92%	13,25%	13,25%	27,68%
IRF-M 1	0,91%	13,25%	13,25%	26,86%
IRF-M	1,48%	16,51%	16,51%	26,79%
IRF-M 1+	1,73%	18,52%	18,52%	27,30%
IMA-B 5	1,46%	12,13%	12,13%	23,09%
IMA-B	2,75%	16,05%	16,05%	23,45%
IMA-B 5+	3,94%	19,28%	19,28%	23,21%
IHFA	2,65%	9,31%	9,31%	24,24%
Jgp Idex-CDI	0,78%	10,18%	10,18%	26,52%

Títulos Públicos	Taxa	Dif.	% Mês	% Ano
NTN-B ago-2024	6,62%	-0,08	0,94%	11,40%
NTN-B mai-2025	5,48%	-0,37	1,31%	12,08%
NTN-B ago-2026	5,20%	-0,30	1,55%	13,60%
NTN-B ago-2028	5,22%	-0,29	2,00%	15,13%
NTN-B ago-2030	5,22%	-0,27	2,33%	15,80%
NTN-B mai-2035	5,34%	-0,28	3,21%	17,76%
NTN-B ago-2040	5,38%	-0,32	4,30%	20,05%
NTN-B mai-2045	5,48%	-0,24	3,91%	20,61%
NTN-B ago-2050	5,47%	-0,29	4,85%	22,05%
NTN-B mai-2055	5,47%	-0,28	5,11%	22,55%
NTN-B ago-2060	5,49%	-0,26	5,08%	22,64%

Índices de Inflação	% Mês	% Ano	% 12m	% 24m
IPCA	0,56%	4,62%	4,62%	10,67%
INPC	0,55%	3,71%	3,71%	9,86%
IGPM	0,74%	-3,18%	-3,18%	2,10%

Câmbio	% Mês	% Ano	% 12m	% 24m
Dólar	-1,91%	-7,21%	-7,21%	-13,25%
Euro	-0,63%	-3,91%	-3,91%	-15,34%

Juros Eua	Taxa	Taxa (m-1)	Dif.
T-Bond 10 yr	3,87%	4,35%	-0,48
T-Bond 30 yr	4,02%	4,51%	-0,49

Renda Variável	% Mês	% Ano	% 12m	% 24m
Ibovespa	5,38%	22,28%	22,28%	28,01%
Ibovespa (USD)	7,43%	31,79%	31,79%	47,56%
IBr-X	5,48%	21,27%	21,27%	26,15%
IBr-X 50	5,31%	20,06%	20,06%	26,93%
IDIV	6,90%	26,84%	26,84%	42,88%
SMLL	7,05%	17,12%	17,12%	-0,52%
IFIX	4,25%	15,50%	15,50%	18,06%
S&P500	4,42%	24,23%	24,23%	0,08%
MSCI WORLD	4,81%	21,77%	21,77%	-1,94%

Títulos Públicos	Taxa	Dif.	% Mês	% Ano
LTN jul-2024	10,62%	-0,20	0,91%	14,05%
LTN jan-2025	9,82%	-0,45	1,23%	15,53%
LTN out-2025	9,71%	-0,39	1,43%	0,00%
LTN jan-2026	9,66%	-0,37	1,52%	-
LTN jul-2027	9,93%	-0,39	2,15%	0,00%
NTN-F jan-2025	9,87%	-0,44	1,20%	15,15%
NTN-F jan-2027	9,83%	-0,32	1,61%	19,71%
NTN-F jan-2029	10,12%	-0,43	2,46%	22,76%
NTN-F jan-2031	10,30%	-0,46	3,08%	24,73%
NTN-F jan-2033	10,36%	-0,49	3,65%	26,26%

DI Futuro	Taxa	Taxa (m-1)	Dif.
DI jan-2024	11,65%	11,89%	-0,23
DI jan-2025	10,03%	10,32%	-0,29
DI jan-2026	9,61%	9,98%	-0,37
DI jan-2027	9,72%	10,10%	-0,38
DI jan-2028	9,94%	10,36%	-0,42
DI jan-2029	10,07%	10,53%	-0,46
DI jan-2030	10,19%	10,67%	-0,48
DI jan-2031	10,26%	10,77%	-0,51
DI jan-2033	10,37%	10,87%	-0,50

Fonte: Economatica, 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

Copyright © 2024 Mercer. Todos os direitos reservados.

A business of Marsh McLennan