

Carta mensal de investimentos

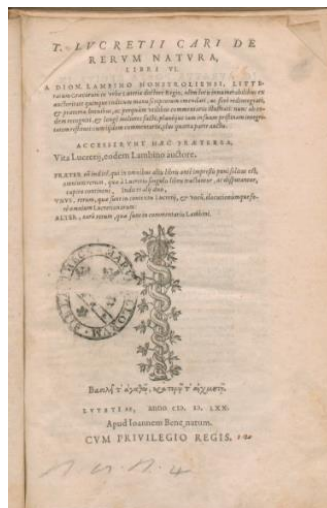
Junho 2024

17 de junho de 2024



Introdução

- Dados mais positivos de inflação nos EUA, com o CPI surpreendendo para baixo (0,3% contra o consenso de 0,4%), e sinalizações do Banco central norte-americano de que apesar de não ter enxergado nenhum progresso da inflação em direção à meta, ela seguia ancorada e que os riscos para atingir os objetivos de emprego e inflação estavam mais equilibrados, o que possibilitava cortes no futuro e descartava a possibilidade de altas, animaram os mercados.
- No fechamento do período, o S&P500 voltou ao retorno de dois dígitos no acumulado do ano, impulsionado pela alta de 4,8% do mês. Além do cenário mais propício para os ativos de risco, a temporada de resultados também trouxe importante pano de fundo para os ganhos dos índices acionários norte-americanos. Até 31 de maio, cerca de 98% das empresas do S&P500 já tinham reportado seus resultados do primeiro trimestre, sendo que 78% superaram as expectativas de lucro e 61% as de receita.
- No Brasil, mais um mês difícil. A boa performance dos mercados globais e a renovada esperança de que seria possível ainda dois cortes nas taxas de juros norte-americanas (mesmo que elas terminem o ano em níveis mais altos) não foram suficientes para driblar nossos problemas e o mês terminou em tom de desânimo. Queda forte do Ibovespa e do Real, alta das taxas prefixadas e uma leve melhora nos juros das NTN-B, mas que ainda permaneceram em níveis insustentavelmente altos.



“De rerum natura”

O Renascimento foi um movimento cultural surgido na Itália no século XIV e que se estendeu até o século XVI por toda a Europa. Inspirado nos valores da Antiguidade Clássica, ele é considerado um movimento de transição porque conservou características da Idade Média ao mesmo tempo em que procurou estabelecer novos paradigmas e romper com a tradição medieval, dando início à Idade Moderna.

Embora tenha se manifestado, sobretudo, no campo cultural, o Renascimento teve impacto sobre a política, economia, religião e mentalidade da sociedade europeia. O movimento renascentista recebeu esse nome posteriormente em razão da valorização da Antiguidade Clássica - em especial a cultura greco-romana -, uma de suas principais características.

Talvez o Renascimento seja um dos períodos mais ricos da história da humanidade, tanto que são inúmeras as obras, autores, pintores, artistas, historiadores, filósofos e cientistas que podem ser citados quando alguém se refere à essa época: Leonardo da Vinci, Michelangelo, Rafael, Donatello, Dante Alighieri, Shakespeare, Miguel de Cervantes, Camões, Maquiavel, Copérnico, Galileu Galilei, e por aí vai.

Porém, deixando de lado as grandes obras e personalidades e comentando sobre fatos menos conhecidos do público e curiosidades em geral, comenta-se que um dos pontos cruciais do Renascimento remonta a 1417. Naquele ano, o pesquisador e humanista italiano, Poggio Bracciolini, estava em uma viagem entre a Alemanha e a Suíça em busca de manuscritos gregos e romanos perdidos. Ao passar algumas semanas num mosteiro beneditino, caçando coisas nas estantes de suas grandes bibliotecas, a história conta que ele fez uma das maiores descobertas de todo Renascimento, ao se deparar com o único manuscrito sobrevivente do *De Rerum Natura* (“Sobre a Natureza das Coisas”), de Lucrécio, obra que dá o mais completo relato da Filosofia e da visão de mundo do filósofo grego Epicuro. Apesar de ter ao longo de sua vida descoberto outros textos, como os de Cícero, Quintiliano e Vitruvius (dentre outros), a descoberta da obra de Lucrécio foi o ponto alto da carreira de Bracciolini, carreira dedicada a descobrir e resgatar textos e manuscritos clássicos perdidos.

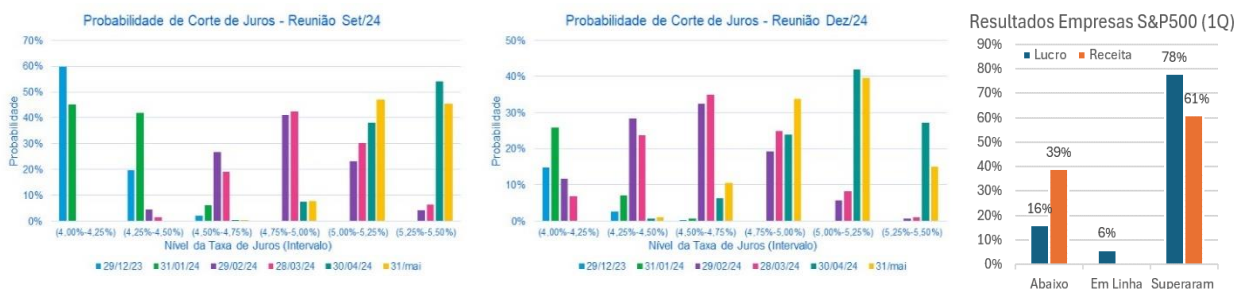
Após passar pelo pior período do ano para os ativos de risco em abril, os investidores foram, em busca não de textos perdidos, mas de dados e notícias que pudessem resgatar, também não manuscritos clássicos, mas sim os ganhos perdidos no mês anterior e as esperanças de que ainda haveria condições da inflação nos EUA recuar de forma a possibilitar quedas nas taxas de juros norte-americanas.

O primeiro sopro de esperança veio enquanto comemorávamos o Dia do Trabalho no Brasil, ocasião em que o FED (Banco Central dos EUA) realizou sua reunião de política monetária e decidiu manter as taxas de juros inalteradas (entre o intervalo de 5,25% e 5,5%). Tanto a decisão quanto o comunicado pós-reunião, não trouxeram novidades, com seu presidente, J. Powell fazendo alertas de que a inflação ainda estava muito alta, que não havia enxergado nenhum progresso em direção à meta desde a reunião anterior e que o mercado de trabalho continuava apresentando ganhos fortes. No entanto, no seu estilo “morde assopra”, Powell fez o contraponto dizendo que apesar disso a inflação seguia ancorada, que os riscos para atingir os objetivos de emprego e inflação estavam mais equilibrados e que as portas estavam abertas para cortes ocorrerem até o final do ano, praticamente descartando a possibilidade de novas altas ocorrerem. Além disso, Powell comentou que um inesperado enfraquecimento do mercado de trabalho poderia justificar corte de juros, praticamente levantando a bola para a comemoração dos investidores com a divulgação no dia seguinte dos dados do *payroll*, os quais trouxeram o crescimento do salário médio de 0,2% (consenso 0,3%) e a criação de 175 mil postos de trabalho, 50 mil abaixo do consenso (fraco ao ponto de ajudar a inflação, mas ainda suficientemente forte para não gerar preocupações sobre a possibilidade de uma desaceleração exagerada da economia).

Do lado da inflação também os dados ajudaram o bom humor. O CPI (correlato ao nosso IPCA) surpreendeu para baixo, com o índice cheio subindo 0,3%, contra o consenso de 0,4%, e o núcleo aumentou 0,3%, em linha com o consenso. Na comparação anual, o índice cheio desacelerou de 3,5% para 3,4% e o núcleo cedeu de 3,8% para 3,6%, menor taxa desde abril

de 2021. Os dados de inflação mais comportadas foram reafirmados com a divulgação do PCE no final do mês, métrica preferida pelo FED. O índice cheio subiu 0,3% na leitura mensal e 2,7% na anual, ambos dentro do esperado. O núcleo avançou 0,2%, abaixo da expectativa de 0,3%, mantendo-se dentro do esperado na leitura anual (2,8%).

Mas os mercados não operaram no azul e sem preocupações durante o mês todo. De forma paradoxal, dados bons e ruins da atividade chegaram a preocupar os investidores. Por um lado, o PMI mais forte do que se esperava (índice que mede a atividade econômica dos setores) apresentou uma economia muito forte, aumentando os temores de dificuldade de a inflação recuar nesse ambiente de economia pujante (PMI de serviços avançou para 54,8, maior dado em 12 meses e acima da previsão de 51,5, e o PMI composto bateu 54,4, ante expectativa de 51,2, e maior nível em 25 meses – qualquer número acima de 50 indica que o setor está em expansão). Por outro lado, o sentimento do consumidor, que recuou para 69,1 (de 77,2) trouxe o receio de que as famílias estão desgastadas pela inflação e podem reduzir os gastos, o que esfriaria a economia. Esse receio recebeu reforça da segunda leitura do PIB do primeiro trimestre que marcou crescimento de 1,3% (ante expectativa de 1,6%), influenciado, em parte, por um consumo das famílias mais fraco (2% contra a prévia de 2,5%).



Mas mesmo que dados um pouco mais fracos tenham sido registrados, em última instância, eles foram bons o suficiente para desacreditar a tese de que a economia poderia desacelerar de modo brusco e deram, além disso, a boa indicação de que a inflação poderia continuar caminhando para as metas do FED. Com isso, a probabilidade de dois cortes das taxas de juros nesse ano ainda manteve-se acesa (33%, gráfico acima e do meio, com maioria de 39% de um corte), sendo que a maior probabilidade de ocorrência do primeiro corte se deslocou para setembro (gráfico acima e à esquerda).

No fechamento do período, o S&P500 voltou ao retorno de dois dígitos no acumulado do ano, impulsionado pela alta de 4,8% do mês. Vale comentar que além do cenário mais propício para os ativos de risco comentado acima, a temporada de resultados também trouxe importante pano de fundo para os ganhos dos índices acionários norte-americanos. Até 31 de maio, cerca de 98% das empresas do S&P500 já tinham reportado seus resultados do primeiro trimestre, sendo que 78% superaram as expectativas de lucro e 61% as de receita (gráfico acima e à direita). Do mesmo modo, os principais índices de renda fixa apresentaram um mês de recuperação, com o *Bloomberg Aggregate*, um dos mais conhecidos e utilizados como *benchmark* pelos investidores, registrando alta de 1,7% (mas continua negativo no ano 3,3%).

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 não entrará em recessão, mas os dados mais fortes também colocam pressão no processo de queda das taxas de juros. Assim, continuamos neutros para investimentos no exterior, considerando que as altas recentes na bolsa internacional deixam os *valuations* menos atrativos, embora a temporada de resultados

tenha sido francamente positiva e a queda/realização de lucros importante para um realinhamento de preços. Seguimos 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, mais um mês difícil. A boa performance dos mercados globais e a renovada esperança de que seria possível ainda dois cortes nas taxas de juros norte-americanas (mesmo que elas terminem o ano em níveis mais altos) não foram suficientes para driblar nossos problemas e o mês terminou em tom de desânimo. Queda forte do Ibovespa e do Real, alta das taxas prefixadas e uma leve melhora nos juros das NTN-B, mas que ainda permaneceram em níveis insustentavelmente altos.

Notícias e dados ruins em níveis macro e micro foram os culpados, sendo os mais importantes aqueles voltados para o equilíbrio fiscal do país (ou a falta dele). O mês até começou com a boa notícia da melhora da expectativa da nota do país atribuída pela agência Moody's, que atribuiu a melhora ao crescimento mais robusto do PIB e às reformas estruturais que, embora de forma gradual, poderiam permitir a estabilização da dívida. Mas o evento foi comemorado apenas pelo governo, uma vez que ficou evidente que a agência estava mais otimista que os próprios economistas e analistas brasileiros, os quais, em sua maioria, não entenderam a melhora da perspectiva ou a avaliaram como precipitada. E essa avaliação não foi fruto de má vontade, mas sim resultado de corrosão de credibilidade fiscal com a insistência de o governo em não dar um freio de arrumação nas contas públicas e não endereçar ajustes nas despesas, apenas buscando mais receitas.

E foram justamente esses pontos que foram perceptíveis no Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas referente ao 2º bimestre. Apenas para lembrar, o documento é importante na condução da política fiscal do país, pois permite não só o acompanhamento da evolução das projeções orçamentária, como também serve de indicador para orientar os esforços do governo para persecução das metas estabelecidas na Lei Orçamentária. Segundo avaliações, embora o relatório tenha trazido um tom otimista, com os técnicos da equipe econômica defendendo a capacidade de se entregar o déficit primário compatível com a meta, ele continuou apresentando os mesmos pontos de atenção do relatório anterior e de outras análises feitas pelos economistas: o cenário econômico utilizado pelo governo é mais benigno do que o esperado pelo mercado e há tendências claras à frente de que as receitas serão menores do que o aguardado pelo Executivo e as despesas maiores, sendo que o Executivo não apresenta uma solução factível para controlar os gastos.

“Compartilham ainda do firme compromisso com o objetivo fundamental de atingimento da meta de reancoragem das expectativas. O debate proposto por tais membros foi sobre o custo de oportunidade de não seguir o ‘guidance’ ”

Do lado da inflação e política monetária, o mês trouxe dados misto do IPCA, com o índice cheio subindo (0,38%) mais do que o previsto (0,33%), mas com uma composição mais benigna e desaceleração subjacente de serviços. Além do número corrente estar ligeiramente acima da meta para o IPCA do ano, outro ponto que tem incomodado os investidores é a sucessiva alta das expectativas de inflação para os próximos dois anos, o que já levou o índice esperado acima da meta do CMN (meta de 3% e expectativas do último Focus do mês em 3,77% e 3,60%, respectivamente para 2025 e 2026). Adicionalmente a este ponto e que foi chamado atenção na frase acima extraída do comunicado pós reunião do COPOM que derrubou a taxa Selic em 25pb (para 10,5%), outro ponto que trouxe muita volatilidade e impacto negativo nos mercados foi a divisão que ocorreu na votação na reunião. Cinco

membros votaram pela queda de 25pb (com o voto de minerva do presidente Campos Neto), enquanto 4 votaram pela queda de 50pb, todos estes indicados pelo atual Governo (inclusive Galípolo, o mais cotado como o próximo presidente do BC). A interpretação dada pelo mercado foi de que como à frente o COPOM terá uma maioria de membros indicados pelo atual governo, a Autoridade Monetária será mais leniente com a inflação, ainda mais considerando que as expectativas para o IPCA já estão acima da meta. Por mais que o Comunicado (segunda parte da frase acima) e posteriormente a Ata tenham tentado esclarecer que o dissenso ocorreu porque a ala que votou por uma queda maior havia se apoiado no *guidance* dado na reunião de março (de queda de 50pb), o estresse já estava instaurado e a reversão nas taxas de juros futuras foi limitada.

No encerramento do mês, a difícil situação das contas públicas, sem indício que o Executivo tentaria atacar o lado das despesas ao invés de somente se focar na arrecadação, e o ruído gerado pela reunião do COPOM (além do fato de que provavelmente a taxa de juros, se cair, cairá apenas mais 25pb), impactou os mercados de forma negativa e resultou em perdas para os ativos de risco. Com mais um período de saída de capital estrangeiro da Bolsa (R\$1,6 bilhões), o Ibovespa recuou 3,04%, acumulando queda de 9,01% no ano. Na renda fixa, mais um período de abertura das taxas prefixadas, o que resultou em retorno de 0,66% do IRF-M, enquanto o IMA-B se beneficiou pelo leve recuo dos juros das NTN-B (-1,6%) e rendeu 1,33%.

Ponto de Vista Mercer, mercado doméstico: não promovemos alterações relevantes em nossa visão de médio e longo prazos para o mercado local. As dúvidas em relação aos gostos do governo que podem levar a dívida a níveis cada vez mais altos, em conjunto com uma Selic mais alta, tornam o futuro muito incerto e de difícil solução sem o corte de gastos (o que não parece estar na agenda do Executivo) e limitados os ganhos para os ativos de risco. No entanto, os mercados estão muito descontados e as taxas de juros relevantemente altas, o que torna difícil a adoção de postura diferente à neutra em alguns ativos e levemente sobrealocada em outros devido aos prêmios (como NTN-B e investimento no exterior).

Indicadores Financeiros

Renda Fixa	% Mês	% Ano	% 12m	% 24m
CDI	0,83%	4,39%	11,99%	27,09%
IMA-S	0,83%	4,48%	12,21%	27,61%
IRF-M 1	0,78%	3,85%	11,56%	26,65%
IRF-M	0,66%	1,81%	10,51%	26,78%
IRF-M 1+	0,60%	0,94%	10,22%	27,67%
IMA-B 5	1,05%	2,92%	8,94%	19,23%
IMA-B	1,33%	-0,13%	6,56%	17,72%
IMA-B 5+	1,59%	-2,85%	4,24%	16,02%
IHFA	0,28%	-0,55%	6,10%	13,61%
Jgp Idex-CDI	0,89%	6,00%	16,55%	27,24%

Títulos Públicos	Taxa	Dif.	% Mês	% Ano
NTN-B ago-2024	8,89%	0,79	0,90%	4,61%
NTN-B mai-2025	6,07%	-0,25	1,14%	4,09%
NTN-B ago-2026	6,19%	-0,07	1,05%	2,50%
NTN-B ago-2028	6,22%	-0,07	1,16%	0,94%
NTN-B ago-2030	6,13%	-0,10	1,41%	-0,03%
NTN-B mai-2035	6,18%	-0,11	1,72%	-1,83%
NTN-B ago-2040	6,14%	-0,07	1,61%	-2,94%
NTN-B mai-2045	6,17%	-0,06	1,53%	-3,25%
NTN-B ago-2050	6,18%	-0,05	1,60%	-4,33%
NTN-B mai-2055	6,16%	-0,05	1,62%	-4,64%
NTN-B ago-2060	6,18%	-0,04	1,52%	-5,21%

Índices de Inflação	% Mês	% Ano	% 12m	% 24m
IPCA	0,46%	2,27%	3,93%	8,02%
INPC	0,46%	2,42%	3,34%	7,20%
IGPM	0,89%	0,28%	-0,34%	-4,79%

Câmbio	% Mês	% Ano	% 12m	% 24m
Dólar	1,35%	8,27%	2,86%	10,84%
Euro	2,89%	6,24%	4,73%	12,02%

Juros Eua	Taxa	Taxa (m-1)	Dif.
T-Bond 10 yr	4,51%	4,69%	-0,18
T-Bond 30 yr	4,65%	4,79%	-0,14

Renda Variável	% Mês	% Ano	% 12m	% 24m
Ibovespa	-3,04%	-9,01%	12,70%	9,65%
Ibovespa (USD)	-4,33%	-15,96%	9,57%	-1,07%
IBr-X	-3,18%	-8,57%	13,24%	8,19%
IBr-X 50	-3,11%	-7,63%	14,94%	9,84%
IDIV	-0,99%	-5,29%	19,55%	18,54%
SMLL	-3,38%	-14,52%	-4,39%	-11,41%
IFIX	0,02%	2,14%	12,24%	19,92%
S&P500	4,80%	10,64%	26,26%	27,72%
MSCI WORLD	4,23%	8,71%	23,02%	23,43%

Títulos Públicos	Taxa	Dif.	% Mês	% Ano
LTN jul-2024	10,31%	0,07	0,81%	4,28%
LTN jan-2025	10,29%	0,09	0,76%	3,68%
LTN out-2025	10,72%	0,17	0,64%	2,62%
LTN jan-2026	10,82%	0,15	0,63%	2,16%
LTN jul-2027	11,36%	0,16	0,45%	-0,07%
NTN-F jan-2025	10,34%	0,04	0,80%	3,71%
NTN-F jan-2027	11,08%	0,14	0,58%	1,32%
NTN-F jan-2029	11,55%	0,08	0,64%	-0,71%
NTN-F jan-2031	11,82%	0,05	0,70%	-2,40%
NTN-F jan-2033	11,81%	0,01	0,87%	-3,27%
NTN-F jan-2035	11,87%	0,02	0,82%	-

DI Futuro	Taxa	Taxa (m-1)	Dif.
DI jan-2025	10,39%	10,03%	0,36
DI jan-2026	10,80%	9,61%	1,19
DI jan-2027	11,14%	9,72%	1,42
DI jan-2028	11,46%	9,94%	1,53
DI jan-2029	11,64%	10,07%	1,57
DI jan-2030	11,77%	10,19%	1,58
DI jan-2031	11,85%	10,26%	1,59
DI jan-2033	11,91%	10,37%	1,54

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

Copyright © 2024 Mercer. Todos os direitos reservados.

A business of Marsh McLennan