

Carta mensal de investimentos

Maio 2024



Introdução

- Novamente dados piores da inflação nos EUA, assim como números indicando uma atividade econômica pujante, que em última instância pode dificultar um melhor comportamento dos preços dos produtos e serviços, impactaram as performances dos ativos de risco e influenciaram os negócios nos principais mercados internacionais. Os dados do mercado de trabalho norte-americano apresentaram o maior número de vagas criadas em quase um ano, as vendas no varejo cresceram 0,7% ante expectativa de 0,4% e o CPI, correlato ao IPCA no Brasil, surpreendeu pelo terceiro mês consecutivo, passando a acumular 3,5% em 12 meses. Como resultado, as bolsas mundiais recuaram e os principais índices de renda fixa registraram retornos negativos.
- As notícias internacionais e a dinâmica das taxas de juros nos EUA influenciaram com relevância os mercados domésticos, que ainda foram muito impactados pelas preocupações com o comportamento das contas públicas. A decisão de alterar as metas de resultado primário para os anos de 2025 e 2026, menos de um ano após a aprovação da Arcabouço Fiscal, não só foi ruim, como chegou em um momento desfavorável (no contexto internacional). Diante disto, a aversão a risco aumentou, os investidores internacionais retiraram R\$11 bilhões da bolsa local (a maior desde março de 2020) e o Ibovespa recuou 1,7%.

*“Entia non sunt multiplicanda praeter necessitatem”
 (“As entidades não devem ser multiplicadas além da necessidade”)*

Existe um princípio científico e filosófico que propõe que, entre hipóteses formuladas sobre as mesmas evidências, é mais racional acreditar na mais simples. A Navalha de Occam (ou Ockham), como ficou conhecida esse princípio por meio de sua formulação mais simples como a colocada anteriormente, foi elaborada no século XIV pelo filósofo Guilherme de Occam como *lex parsimoniae* (Lei da parcimônia) e é utilizado para distinguir entre teorias semelhantes e pode ser utilizado como técnica para formulação de modelos teóricos. É bem verdade que apesar de Occam ser o filósofo mais frequentemente associado ao princípio de parcimônia, muitos filósofos também se valeram da utilização desse princípio, começando por Platão e Aristóteles, este último em seus *Analíticos Posteriores*, quando afirmou que devemos assumir a superioridade da explicação que se utiliza de um número menor de postulados ou hipóteses, quando todos os outros elementos forem equivalentes (*ceteris paribus* - outras coisas sendo iguais).

O princípio da Navalha de Occam é frequentemente designado pela expressão latina que abre essa carta, o que resume sua essência, “as entidades não devem ser multiplicadas além da necessidade”, que por outras palavras, prega que é inútil fazer com mais o que pode ser feito com menos. É possível encontrar outra associação à navalha de Occam como, por exemplo, na matemática, mais especificamente na lei de probabilidades, a partir do momento em que a cada elemento introduzido há um aumento da possibilidade de erros. Desta forma, se um elemento não aumenta a precisão de uma teoria, seu único efeito é aumentar a possibilidade de que a teoria esteja errada.

Apesar de a Navalha de Occam poder ser usada em várias situações como um meio de tomar decisões rápidas, ela não possui nenhuma base lógica ou teórica sólida e não é uma lei que diz o que é verdade e o que não é. Ela funciona melhor como um modelo mental para fazer conclusões iniciais antes da obtenção de todas as informações referentes e não sugere que as explicações mais simples são sempre as verdadeiras e que as mais complexas devem ser refutadas em qualquer situação.

Valendo-se da simplicidade do princípio de Occam e sem correr risco de estar abusando da simplicidade, o comportamento dos mercados internacionais respondeu a um único assunto: inflação norte-americana e seu reflexo no futuro corte dos juros por lá. Mesmo diante de outros importantes assuntos que ocorreram durante o mês, como, mas não somente, questões geopolíticas envolvendo Irã e Israel, o “binômio” inflação e juros no EUA definiram a dinâmica dos mercados e preços dos ativos.

O mês já começou com fortes dados da atividade norte-americana colocando mais lenha nas avaliações futuras sobre um difícil arrefecimento dos preços, o que foi corroborado pela divulgação de outros bons números da economia ao longo do período e por dados indigestos da inflação corrente. Afinal, com uma economia pujante e os preços ainda em alta, a tendência é que a inflação demore mais tempo para recuar aos níveis que deixariam o FED (Banco Central dos EUA) com *“...maior confiança para considerar o início do ciclo de cortes das taxas”*, como disse J. Powell, presidente da Instituição. Inclusive, o mesmo Powell adicionou que *“em vez disso, eles (dados) indicam que é provável que demore mais do que o esperado para alcançarmos essa confiança. Se a inflação mais alta persistir, o FED poderá manter a taxa básica no nível atual por mais tempo”*. Ou seja, o cenário de fato piorou.

Desse modo, bons dados da atividade, e não foram poucos, foram mal recebidos durante o período. O PMI industrial (índice que mede a “temperatura” do setor) subiu de 47,8 para 50,3 pontos, acima dos 48,5 pontos esperados e no terreno de expansão após um ano e meio de contração. Além disso, as vendas no varejo cresceram 0,7% (expectativa de 0,4%) e as encomendas à indústria aumentaram 1,4% (esperado 1%). Do lado do mercado de trabalho, os números também continuaram robustos, em primeiro lugar com a divulgação do Jolts (abertura de 8,7 milhões de vagas, dentro do esperado, mas um número forte ainda) e após com o *Payroll* bem acima do esperado, com a criação de 303 mil postos de trabalho (ante expectativa de 200 mil).

Do lado da inflação também não houve alívio. O CPI (correlato ao nosso IPCA) surpreendeu para cima pelo terceiro mês consecutivo, registrando tanto no índice cheio quanto no núcleo, 0,4%, ante expectativa de 0,3%. Em 12 meses, ambas as medidas (3,5% e 3,8%) também foram mais altas do que as previsões (3,4% e 3,7%, respectivamente, ainda bem longe da meta). Como consequência de todo esse ambiente, a probabilidade do primeiro corte das taxas de juros pelo FED ocorrer em junho praticamente se encerrou para os investidores (gráfico abaixo e à esquerda), migrando esta expectativa para setembro (gráfico abaixo e ao centro), totalizando para o ano apenas a probabilidade de um a dois cortes no total (gráfico abaixo e à direita).



A surpresa de baixa trazida pela divulgação da primeira leitura do PIB dos EUA no final do mês (crescimento de 1,6% diante expectativa de 2,5%) chegou a animar um pouco o mercado, mas uma leitura mais detalhada do número em um segundo momento descontinuou o movimento. A menor força do crescimento econômico norte-americano foi gerada principalmente pela queda nos estoques e pela exportação líquida negativa, enquanto o consumo das famílias manteve-se em alta (1,68%) e como principal agregador para o PIB (67,6% do crescimento do índice). Ou seja, sobre esta métrica, a atividade não está esfriando, ainda mais se considerarmos que a exportação líquida negativa pode ter sido influenciada por uma maior importação devido à demanda dos consumidores (do mesmo modo que a queda dos estoques pode ser resultado de uma maior demanda).

No fechamento do período, após o S&P500 acumular nos primeiros três meses mais de 10% de alta, o índice sucumbiu às preocupações com a inflação e cenário prospectivo para os juros e caiu 4,16%, caminho similar apresentado pelo MSCI World (queda de 3,85%). Do mesmo modo, os principais índices de renda fixa registraram não só mais um mês de performance negativa, mas como o pior deles. Com isso, o Bloomberg Aggregate, um dos mais conhecidos e utilizados como *benchmark* pelos investidores, registrou queda de 2,5%.

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, as preocupações em torno da dinâmica da inflação nos EUA e consequente reflexo na taxa de juros daquele país, voltaram a influenciar os negócios e o comportamento dos ativos domésticos. E como não bastasse o aumento da aversão a risco nos mercados internacionais, o recrudescimento da difícil situação fiscal brasileira contaminou as mesas dos analistas e as performances dos ativos.

O mês começou com a má repercussão da inclusão de um jabuti mudando o arcabouço fiscal no projeto que recriava o DPVAT. O dispositivo jabuti aprovado pela Câmara que seguiu para o Senado, liberou de forma imediata mais de R\$15 bilhões para o Governo, o que somente poderia acontecer após a divulgação do segundo relatório bimestral de receitas e despesa no final de maio e caso a avaliação da arrecadação fosse favorável. A avaliação foi de que, mesmo que os analistas tivessem esse valor na conta do resultado primário, o fato do governo

buscá-lo a qualquer custo, sem se quer tentar fazer um esforço adicional de busca de receita ou contenção de gastos e ainda mudando o arcabouço, pesava contra as regras fiscais e as deixavam frágeis. E se naquele momento a negativa percepção com o fato de que na primeira restrição imposta pelo arcabouço ela já tinha sido alterado, caiu ainda muito mais mal as alterações nas próprias metas de resultado primário para os anos de 2025 e 2026 e adoção de metas modestas para 2027 e 2028. Segundo os novos números, a meta de superávit de 0,5% em 2025 caiu para 0%, a meta de superávit de 1% para 2026 recuou para 0,25%, enquanto para 2027 e 2028 foram fixadas as metas de superávit de 0,5% e 1%, respectivamente.

“Se o mercado tem a percepção de que não há âncora fiscal, a situação fica mais difícil para o Banco Central”

Como resultado, se não bastasse a alta nas taxas de juros locais causada pela reprecificação das taxas de juros nos EUA, os novos “rumos” da política fiscal provocaram deterioração adicional, elevando ainda mais as taxas prefixadas e dos juros reais de médio e longo prazos (que são mais impactadas pelos fundamentos do país). Além disso, as expectativas para a taxa Selic de curto prazo também foram impactadas pelo movimento internacional e pela desancoragem das expectativas de inflação que já vigiam nos mercados antes da mudança da regra fiscal e que pioraram após isso (como o próprio Roberto Campos Neto disse, sem regra fiscal, o papel do BC fica mais difícil). Considerando a sinalização que já havia sido dada pelo COPOM de diminuição do ritmo de corte da Selic, as novas condições internacionais e fiscais e a inflação de serviços ainda incômoda, o resultado foi um reajuste generalizado das expectativas para a Selic que passaram a não prever taxa nesse ano abaixo de 10% e 10,5%.

No encerramento do mês, a mudança nas regras fiscais somadas ao reapreçamento da curva de juros diante de expectativas de taxas maiores à frente, tanto nos EUA quanto por aqui, e à saída de capital estrangeiro da Bolsa de R\$11 bilhões, maior desde março de 2020, impactaram os ativos de risco e resultaram em perdas generalizadas para os ativos de risco. Como resultado, o Ibovespa recuou 1,70% e, na renda fixa, tanto IRF-M (-0,5%) quanto IMA-B (-1,6%) ficaram negativos devido a alta das taxas de juros dos títulos prefixados e atrelados à inflação.

Ponto de Vista Mercer, mercado doméstico: não promovemos alterações relevantes em nossa visão de médio e longo prazos para o mercado local. As mudanças no Arcabouço menos de um ano após sua aprovação e a avaliação de que dificilmente o governo alcançará as metas estabelecidas para esse ano, pioraram o cenário prospectivo e frustram a possibilidade de o país praticar juros mais baixos. Desse modo não há informações robustas suficientes para o aumento de risco mesmo diante de altas taxas na renda fixa e bolsa aparentemente barata. Especificamente sobre as classes de ativos, alteramos nosso relógio de alocação em títulos privados para o terreno neutro (de levemente sobrealocado) devido ao fechamento dos prêmios (embora ainda haja taxas interessantes em alguns setores), principalmente considerando que os títulos com maiores *ratings* já estão praticando taxas iguais ou inferiores a janeiro do ano passado (ocasião do evento com a Americanas). Em contrapartida e valendo-se de uma Selic esperada mais alta, aumentamos levemente o ponteiro dos ativos pós-fixados para a posição levemente sobrealocada.

Indicadores Financeiros

Renda Fixa	% Mês	% Ano	% 12m	% 24m
CDI	0,89%	2,62%	12,35%	27,28%
IMA-S	0,90%	2,69%	12,58%	27,69%
IRF-M 1	0,58%	2,46%	12,28%	27,08%
IRF-M	-0,52%	1,68%	14,03%	27,20%
IRF-M 1+	-1,02%	1,37%	15,26%	28,03%
IMA-B 5	-0,20%	2,06%	9,62%	21,01%
IMA-B	-1,61%	0,18%	11,81%	20,21%
IMA-B 5+	-2,91%	-1,51%	13,38%	19,08%
IHFA	-1,49%	0,68%	9,16%	17,87%
Jgp Idex-CDI	1,05%	3,98%	17,27%	27,71%

Títulos Públicos	Taxa	Dif.	% Mês	% Ano
LTN jul-2024	10,24%	10,24	0,81%	3,44%
LTN jan-2025	10,20%	10,20	0,57%	2,89%
LTN out-2025	10,55%	10,55	-0,03%	1,98%
LTN jan-2026	10,67%	10,67	-0,28%	1,51%
LTN jul-2027	11,20%	11,20	-1,47%	-0,52%
NTN-F jan-2025	10,29%	10,29	0,56%	2,89%
NTN-F jan-2027	10,94%	10,94	-0,78%	0,74%
NTN-F jan-2029	11,47%	11,47	-1,81%	-1,33%
NTN-F jan-2031	11,76%	11,76	-2,65%	-3,08%
NTN-F jan-2033	11,80%	11,80	-3,31%	-4,11%
NTN-F jan-2035	11,85%	11,85	-3,52%	-

Índices de Inflação	% Mês	% Ano	% 12m	% 24m
IPCA	0,38%	1,80%	3,69%	8,03%
INPC	0,37%	1,95%	3,23%	7,19%
IGPM	0,31%	-0,60%	-3,04%	-5,14%

Câmbio	% Mês	% Ano	% 12m	% 24m
Dólar	3,51%	6,83%	3,42%	5,14%
Euro	2,37%	3,26%	0,10%	6,57%

Renda Variável	% Mês	% Ano	% 12m	% 24m
Ibovespa	-1,70%	-4,53%	25,74%	6,76%
Ibovespa (USD)	-5,04%	-7,49%	27,86%	1,23%
IBr-X	-1,34%	-4,29%	25,18%	5,09%
IBr-X 50	-0,62%	-4,06%	24,88%	5,45%
IDIV	-0,56%	-3,81%	27,20%	19,02%
SMLL	-7,76%	-4,09%	24,13%	-10,57%
IFIX	-0,77%	2,92%	23,44%	22,60%
S&P500	-4,16%	10,16%	27,86%	15,98%
MSCI WORLD	-3,85%	4,29%	16,55%	18,23%

Títulos Públicos	Taxa	Dif.	% Mês	% Ano
LTN jul-2024	10,24%	10,24	0,81%	3,44%
LTN jan-2025	10,20%	10,20	0,57%	2,89%
LTN out-2025	10,55%	10,55	-0,03%	1,98%
LTN jan-2026	10,67%	10,67	-0,28%	-
LTN jul-2027	11,20%	11,20	-1,47%	-0,52%
NTN-F jan-2025	10,29%	10,29	0,56%	2,89%
NTN-F jan-2027	10,94%	10,94	-0,78%	0,74%
NTN-F jan-2029	11,47%	11,47	-1,81%	-1,33%
NTN-F jan-2031	11,76%	11,76	-2,65%	-3,08%
NTN-F jan-2033	11,80%	11,80	-3,31%	-4,11%
NTN-F jan-2035	11,85%	11,85	-3,52%	-

DI Futuro	Taxa	Taxa (m-1)	Dif.
DI jan-2025	10,32%	10,03%	0,29
DI jan-2026	10,65%	9,61%	1,04
DI jan-2027	11,01%	9,72%	1,29
DI jan-2028	11,32%	9,94%	1,39
DI jan-2029	11,54%	10,07%	1,47
DI jan-2030	11,70%	10,19%	1,51
DI jan-2031	11,78%	10,26%	1,52
DI jan-2033	11,86%	10,37%	1,49

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