

Carta mensual de investimentos

Agosto de 2023



welcome to brighter

Introdução

- Os dados econômicos dos Estados Unidos continuaram mostrando que a atividade está resiliente e que por mais um trimestre (3T) o PIB passará distante de registrar recessão. A inflação também continuou em sua trajetória positiva, com o CPI, correlato ao nosso IPCA, passando a acumular em 12 meses 3% (em linha com as expectativas), um terço do que estava há um ano. Embora as informações sejam construtivas, inclusive com o processo de alta das taxas de juros próximo do final, alguns setores ainda apresentaram dados fracos (como a indústria) e deixaram em aberto a possibilidade de ocorrência de qualquer cenário à frente (exemplo disso foi a inversão na curva das *treasuries* que chegou durante o mês ao maior nível desde os anos 1980).
- Como resultado, o mês não trouxe bons resultados para as estratégias de renda fixa, o que não ocorreu com as bolsas mundiais, que registraram mais um mês de performance positiva (S&P 3,11% e MSCI W 3,29%).
- No Brasil, antes do recesso parlamentar esvaziar a agenda em Brasília, a Câmara aprovou a Reforma Tributária, ainda que com uma série de exceções, enviando-a para o Senado. Refletindo esse avanço, em conjunto com a elevação da nota do país pela Fitch, à nova forte entrada de recursos estrangeiros na Bolsa e ao início do processo de queda da taxa Selic esperado para a próxima reunião do Banco Central, os ativos de risco tiveram mais um mês de positiva performance, com destaque para a bolsa de valores.



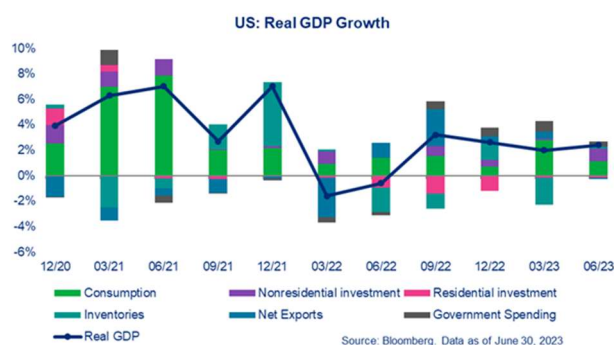
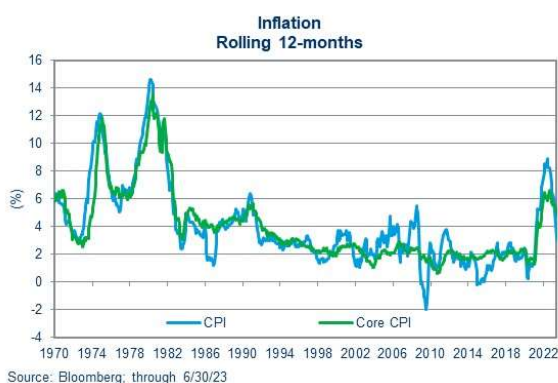
“A pressão é um privilégio e o que você faz com ela
É o que importa” – Billie Jean King

(Foto: Encyclopædia Britannica)

Sem dúvida cada um de nós enfrentou e enfrenta situações em que somos colocados à prova e que temos que lidar com um alto nível de pressão. Talvez os esportes profissionais sejam um bom exemplo de ocasiões em que os participantes são colocados sob pressão e no momento em que essa carta estava sendo redigida ocorriam dois emblemáticos eventos dessa natureza: a final da copa do mundo feminina de futebol entre Espanha e Inglaterra e a final do ATP Masters1000 de Cincinnati entre Djokovic e Alacraz. Falando sobre esse último evento, como seu próprio campeão declarou, “...foi um dos jogos mais difíceis da minha carreira e eu nunca vou esquecer da tarde de hoje”. Afinal, Djokovic perdeu o primeiro set e defendeu um *match point* contra no segundo, quando o espanhol dava claras demonstrações que venceria o jogo. Foram quase 4 horas de batalha em que ambos os jogadores deram claro exemplo de o que é jogar sobre pressão e, mais do que isso, uma aula de como se deve reagir a ela.

Desde o final de 2021 os investidores vêm sendo colocados sob a pressão da alta inflação e das taxas de juros necessárias para combatê-la, e no ano de 2022 os mercados sucumbiram à evidência de que os juros precisariam subir muito além do nível observado nas últimas décadas e ao receio de que estes poderiam levar as economias para a recessão. Já neste ano, por outro lado, mesmo operando sob a pressão dos ainda altos níveis de inflação (embora menores do que em 22), os investidores e analistas têm respondido de maneira mais construtiva à “fevura da panela”, demonstrando como “diz” a frase de uma das melhores tenistas e atletas femininas de todos os tempos (e que abre essa carta), que o mais importante é o que se faz com a pressão.

É claro que a boa resposta nesse ano dos mercados e investidores ao ainda desafiador ambiente e a boa performance positiva registrada pelos ativos de risco não foram no “vazio”. Mesmo que as taxas nos EUA estejam no maior nível em 22 anos (5,5% a 5,75%), a economia daquele país tem mostrado importante resiliência em diversos segmentos, inclusive com dados robustos de alguns setores (como o mercado de trabalho). E julho foi mais um período de coleta de positivos dados.



Do lado da atividade, os dados antecipados do PIB trimestral surpreenderam significativamente para o lado positivo (2,4% vs. 1,8% da pesquisa), sinalizando que a economia dos EUA evitou uma recessão por mais um trimestre (gráfico acima e à direita), sendo que os gastos dos consumidores e o investimento empresarial continuam sendo os principais motores do crescimento. Adicionalmente, as vendas de Bens Duráveis aumentaram 4,7% em junho contra a expectativa de 1,3%, enquanto o índice de confiança do consumidor medido pelo *Conference Board* subiu de 110,1 em junho para 117 em julho, acima dos 112

pontos esperado pelo mercado. É fato que o consumo corrente vinha sendo bancado, em parte, pelo excesso de poupança das famílias, que se elevou muito devido aos auxílios governamentais dados durante a pandemia. Mas embora o nível de poupança tenha voltado para a média histórica, o crédito tem aumentado e ocupado parte dessa queda, sendo que a pujança do mercado de trabalho é provavelmente o principal fator pela resiliência do consumo (inclusive, por mais um mês os dados do emprego foram positivos, com geração líquida de postos, e mesmo que *payroll* tenha ficado levemente abaixo do esperado – 209 mil contra 225 mil -, ele foi duplamente positivo, pois continua suficientemente forte para manter o dinamismo do consumo e aos poucos vai buscando uma situação de maior equilíbrio).

Do lado da inflação e política monetária, os dados do CPI (inflação ao consumidor), PPI (inflação ao produtor) e PCE (deflator do PIB, medida utilizada pelo Banco Central dos EUA em seu regime de metas e demonstrado na figura acima e à esquerda) vieram mais uma vez positivos, mostrando que de fato o pior da inflação ficou para trás e que o BC norte-americano está muito próximo do final do ciclo de alta dos juros (se já não tiver chegado ao fim). Tomando o CPI como exemplo, correlato ao nosso IPCA, o índice acumulado em 12 meses desacelerou de 4% em maio para 3% em junho (em linha com as expectativas) e está agora em um terço do que estava há um ano (além disso o núcleo recuou para 4,8% de 5,3%). Mas mesmo com índices de inflação bem mais comedidos, o FED voltou a subir taxa de juros em sua última reunião (para o intervalo de 5,25% e 5,5%), como amplamente esperado, uma vez que como demonstrado, os diversos índices de preços ainda permanecem acima da meta da autoridade monetária. Independentemente da decisão, o que mais importou para os mercados sobre o FED foi tentar identificar quais seriam os seus próximos passos, sendo que as leituras dos dados em conjunto com a sinalização dada por seu presidente após a reunião, demonstraram que o mais provável é que na próxima reunião a taxa seja mantida no mesmo nível.

No final do mês, diante de mais um período de evidências que a economia dos EUA continua resiliente, os ativos de renda variável tiveram mais um mês de boa performance. No entanto, mesmo que haja bons dados da atividade, algumas informações ainda mostram que há dúvidas sobre o futuro (como o setor industrial que está em níveis de contração - PMI a 46 pontos) e por essa razão a inversão na curva das *treasuries* chegou durante o mês ao maior nível desde os anos 1980 (a diferença entre as taxas de 2 e 10 anos costumam ser um indicador de recessão – quanto maior a diferença, pior o prognóstico), o que fez os índices de renda fixa internacional não apresentarem bons retornos no mês. Já as bolsas de valores tomaram caminho diferente, subindo o S&P 3,11% e o MSCI 3,29%.

Ponto de Vista Mercer, cenário internacional: não alteramos nossa avaliação para o mercado internacional nos médio e longo prazos. Nossa avaliação de que os EUA evitariam uma desaceleração mais brusca de sua economia continua ganhando corpo, sendo que o encerramento do processo de alta de juros, que poderá ocorrer após mais uma alta (com possibilidade de já ter acabado), ajuda na concretização desse cenário. 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*, embora a grande parte da valorização tenha ocorrido no segmento de *growth*), não sugerimos assumir maiores riscos 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 humor dos investidores continuou positivo, puxados pela boa performance do mercado internacional, por mais um período de relevante entrada de investimento estrangeiro (R\$8,9bilhões), pela aprovação relâmpago da Reforma Tributária na Câmara dos Deputados e pela expectativa do início do ciclo de cortes na taxa Selic.

Do lado político, como escrito acima, antes do recesso parlamentar esvaziar a agenda em Brasília, a Câmara aprovou a Reforma Tributária, enviando-a para avaliação do Senado. Embora esse ponto tenha sido de relevante importância, uma vez que endereçou um assunto que estava há décadas sendo discutido pelas Casas e porque tem possibilidade de aumentar o PIB potencial do país no longo prazo (se aprovada no Senado e dependendo das mudanças), a falta de aprovação final do Arcabouço Fiscal na Câmara incomodou e tirou um pouco do brilho (e sem fazer julgamento de valor se o texto da R. Tributária enviado para o Senado é bom ou não).

Do lado da atividade, após os divulgados em junho terem melhorado na margem, as informações colhidas em julho voltaram a mostrar perda de dinamismo na economia. O volume de serviços avançou em maio (0,9%) e embora tenha recuperado parte da queda no mês anterior (1,5%), o resultado da pesquisa PMS-IBGE reiterou os sinais de perda de tração, registrando o oitavo mês consecutivo de desaceleração no acumulado dos últimos 12 meses (de 9,0% em out/22 para 6,4% em maio/23). O mesmo comportamento ocorreu no comércio, onde as vendas do varejo restrito e ampliado (PMC-IBGE) apresentaram, mais uma vez, menor dinamismo, após resultados mais fortes no 1º trimestre (o varejo ampliado caiu 1,1% e o restrito 1,0%). Por sua vez, o IBC-Br recuou 2,0% em maio, muito abaixo das expectativas do mercado (-0,1%), e corroborou as evidências de desaceleração da atividade econômica.

Se há um lado positivo desta perda de dinamismo da atividade é que ela tem ajudado no comportamento da inflação. Tanto o IPCA de junho (-0,08%) quanto o IPCA-15 de julho (-0,07%) continuaram suas trajetórias de queda no acumulado de 12 meses (3,17% e 3,19%) e embora espere-se que este acumulado acelere até o final do ano (devido ao efeito base, com a retirada de fortes meses de deflação de 2022), o comportamento dos preços e uma boa leitura do índice de difusão (próximo a 47%) aumentaram as apostas que o Banco Central pudesse cortar a taxa Selic em 50pb em sua reunião de agosto.

“(a mudança na nota) reflete o desempenho macroeconômico e fiscal do País acima do esperado, em meio a choques sucessivos nos últimos anos, políticas proativas e reformas”

No apagar das luzes do mês, a agência de risco Fitch elevou a nota do Brasil colocando-a dois níveis abaixo do grau de investimento (que foi pedido em 2015). A agência reconheceu os avanços dos últimos anos e embora seu diretor de *rating* soberanos para as Américas tenha dito que essa elevação não significasse “necessariamente em uma trajetória para recuperar o grau de investimento” e que outras agências já tivessem feito esse movimento, a notícia não deixou de ser classificada como positiva.

Mesmo diante de uma perda de dinamismo da atividade doméstica, o bom desempenho das bolsas internacionais, a entrada de capital estrangeiro, a aprovação da Reforma Tributária e a expectativa do início dos cortes de juros, favoreceram os ativos de renda variável e fizeram o Ibovespa registrar alta de 3,27%. Na renda fixa, após sucessivos meses de quedas nas taxas, o período foi de estabilidade das curvas, o que fez com que o IRF-M registrasse alta de 0,89% e o IMA-B 0,81%.

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 e após a aprovação do Arcabouço, o governo precisará entregar os bons números de resultado primário e relação Dívida/PIB que prometeu (o que é muito pouco provável). Após termos elevado a posição tática em bolsa levemente em maio (neutra-positiva), voltamos para a posição neutra original devido à valorização do mercado. A recuperação do mercado de crédito, que passou a ficar mais equilibrado, e as boas taxas dos papéis nos levaram a aumentar levemente a posição tática de neutra para neutra-positiva.

Indicadores Financeiros

Renda Fixa	% Mês	% Ano	% 12m	% 24m
CDI	1,07%	7,64%	13,59%	24,29%
IMA-S	1,06%	7,77%	13,82%	25,08%
IRF-M 1	1,07%	7,81%	13,84%	23,07%
IRF-M	0,89%	10,59%	16,44%	20,41%
IRF-M 1+	0,82%	12,33%	18,36%	19,55%
IMA-B 5	0,97%	8,08%	11,29%	22,46%
IMA-B	0,81%	12,27%	15,46%	19,21%
IMA-B 5+	0,73%	15,74%	19,37%	15,53%
IHFA	1,47%	5,53%	9,94%	20,31%
Jgp Idex-CDI	1,64%	3,15%	9,89%	23,03%

Renda Variável	% Mês	% Ano	% 12m	% 24m
Ibovespa	3,27%	11,13%	18,20%	0,12%
Ibovespa (USD)	4,96%	22,29%	29,34%	8,14%
IBr-X	3,32%	10,13%	16,39%	-2,60%
IBr-X 50	3,70%	8,84%	16,73%	-1,88%
IDIV	2,84%	12,41%	18,72%	18,15%
SMLL	3,12%	16,80%	17,47%	-20,79%
IFIX	1,33%	11,51%	13,61%	13,21%
S&P500	3,11%	19,52%	11,11%	4,41%
MSCI WORLD	3,29%	17,74%	11,58%	-0,16%

Títulos Públicos	Taxa	Dif.	% Mês	% Ano
NTN-B ago-2024	6,88%	-0,51	1,08%	6,80%
NTN-B mai-2025	5,77%	-0,27	0,93%	7,64%
NTN-B ago-2026	5,22%	-0,19	0,94%	9,69%
NTN-B ago-2028	5,12%	-0,10	0,82%	11,69%
NTN-B ago-2030	5,08%	-0,06	0,73%	12,73%
NTN-B mai-2035	5,24%	0,01	0,36%	14,50%
NTN-B ago-2040	5,34%	-0,03	0,75%	16,27%
NTN-B mai-2045	5,41%	-0,05	1,09%	17,10%
NTN-B ago-2050	5,44%	-0,02	0,67%	18,08%
NTN-B mai-2055	5,43%	-0,03	0,82%	18,67%
NTN-B ago-2060	5,43%	-0,02	0,78%	19,24%

Títulos Públicos	Taxa	Dif.	% Mês	% Ano
LTN jan-2024	12,60%	-0,19	1,08%	7,81%
LTN jul-2024	11,43%	-0,21	1,10%	8,67%
LTN jan-2025	10,61%	-0,18	1,09%	9,98%
LTN jan-2026	10,16%	-0,04	0,91%	13,23%
NTN-F jan-2025	10,70%	-0,15	1,05%	9,60%
NTN-F jan-2027	10,26%	0,04	0,68%	13,73%
NTN-F jan-2029	10,60%	0,05	0,62%	15,65%
NTN-F jan-2031	10,74%	0,13	0,16%	17,04%
NTN-F jan-2033	10,85%	0,17	-0,17%	17,70%

Índices de Inflação	% Mês	% Ano	% 12m	% 24m
IPCA	0,12%	2,99%	3,99%	14,46%
INPC	-0,09%	2,59%	3,53%	14,01%
IGPM	-0,72%	-5,15%	-7,72%	1,58%

Câmbio	% Mês	% Ano	% 12m	% 24m
Dólar	-1,61%	-9,13%	-8,61%	-7,42%
Euro	-0,71%	-6,18%	-1,30%	-14,02%

Juros Eua	Taxa	Taxa (m-1)	Dif.
T-Bond 10 yr	3,96%	3,82%	0,14
T-Bond 30 yr	4,02%	3,86%	0,16

DI Futuro	Taxa	Taxa (m-1)	Dif.
DI jan-2024	12,59%	12,85%	-0,26
DI jan-2025	10,62%	10,75%	-0,13
DI jan-2026	10,06%	10,09%	-0,03
DI jan-2027	10,13%	10,12%	0,02
DI jan-2028	10,35%	10,28%	0,07
DI jan-2029	10,50%	10,42%	0,08
DI jan-2030	10,63%	10,52%	0,11
DI jan-2031	10,75%	10,59%	0,16
DI jan-2033	10,84%	10,66%	0,18

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

