

Carta mensual de investimentos

Abril de 2023



welcome to brighter

Introdução

- **O mês trouxe para a já complicada equação do controle de inflação, alta de juros e crescimento econômico, uma nova variável: problemas no setor bancário. O mês começou com duras mensagens de membros do FED indicando necessidade de taxas de juros mais elevadas para controlar a inflação e a tensão gerada somente foi marginalmente aliviada pela divulgação de dados de inflação em linha com o que era esperado pelos investidores. Após isso, a quebra de dois bancos nos EUA demandou uma força tarefa de autoridades para evitar o contágio em todo setor, diminuindo como reflexo as expectativas de alta de juros para o futuro.**
- **Com o passar dos dias, a percepção de que a contágio sobre o setor e sobre a economia tinha sido evitado gerou um *mixed feelings*. Se por um lado a tempestade bancária fora impedida, pelo menos por ora, a possibilidade de novos apertos nos juros voltou à mesa, trazendo novamente os dilemas de até onde as taxas subiriam e qual seria seu impacto sobre as atividades dos países. De qualquer maneira, mesmo diante de dúvidas, os ativos de risco se recuperaram e os mercados apresentaram boas performances no mês. O S&P500 subiu 3,51% e o MSCI 2,83%, enquanto a renda fixa valorizou-se cerca de 2,5% (nos principais índices de mercado).**
- **No Brasil, a melhora do sentimento internacional não foi suficiente para anular todas as preocupações com as faltas de informações do aguardado arcabouço fiscal, em um primeiro momento, e pelas dúvidas sobre sua real factibilidade, quando o texto foi apresentado. A bem da verdade, o texto somente veio a público no apagar das luzes do mês e houve pouco tempo para avaliá-lo, ainda mais porque o texto oficial somente vai para o Congresso em abril e até lá mudanças podem ser feitas. Desse modo, as preocupações com a falta da proposta e mais uma vez os ataques ao Banco Central e à política monetária pelo Executivo causaram desconforto no mercado e queda na bolsa.**

“You may have to fight a battle more than once to win it”

Não há como questionar a importância de Margaret Thatcher no cenário político mundial, ainda mais em uma época que em que as mulheres tinham pouco espaço naquele ambiente. Thatcher foi a primeira mulher a ocupar o cargo de primeira-ministra na Europa, além de a mais longeva ocupante do cargo no Reino Unido desde 1827, e a única a vencer três eleições no século 20. Seu estilo de liderança forte lhe rendera o apelido de “Dama de Ferro” mesmo antes de assumir como primeira-ministra, quando em 24 de janeiro de 1976, o Estrela Vermelha, uma publicação do exército soviético, noticiou um forte discurso contra o comunismo proferido por ela (líder do Partido Conservador britânico na época), sob a manchete “Dama de Ferro Profere Ameaças”. Seus 11 anos de governo entre 1979 e 1990 foram marcados por transformações econômicas profundas no Reino Unido e com sua postura inflexível na defesa do livre mercado, impôs uma agenda focada no liberalismo (em detrimento ao estatismo) com políticas públicas

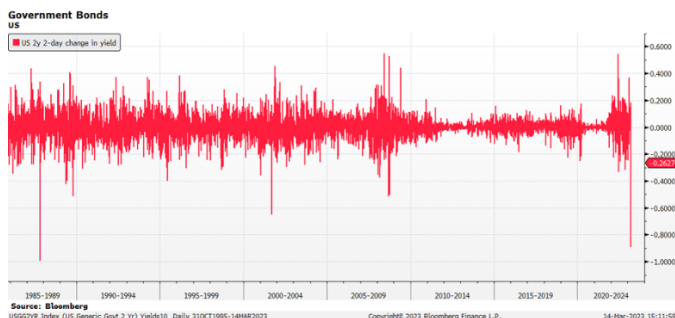
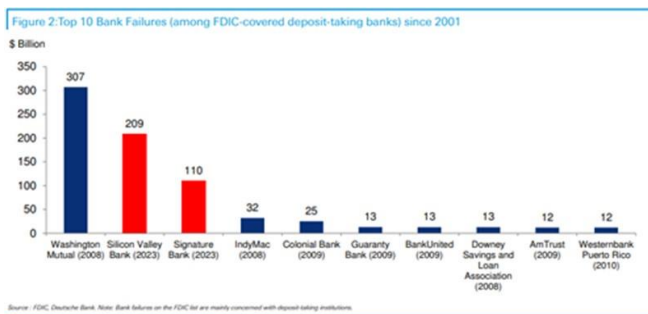
voltadas para a austeridade fiscal, redução de gastos públicos, privatização e eliminação de privilégios para empresas nacionais, cortando subsídios e políticas protecionistas.

Nos 11 anos de seu governo, e até mesmo antes de disso como líder do Partido Conservador, não foram poucas suas batalhas e, como ela mesma disse na frase que abre essa carta, várias delas tiveram que ser lutadas mais de uma vez para serem vencidas.

Mais de 30 anos após seu último mandato, não há maior verdade do que a necessidade de se lutar várias vezes uma batalha para vencê-la. O FED (Banco Central dos EUA) que o diga! Mais uma vez as dúvidas de quando a batalha contra a inflação estaria, enfim, vencida e o que mais seria necessário fazer para isso (em termos de extensão e duração da política monetária mais restritiva) estiveram nas mesas dos analistas e na cabeça dos investidores, só que uma nova variável nessa difícil equação foi adicionada: a quebra de bancos nos EUA (e os problemas com o Credit Suisse) e a possibilidade de um contágio nas economias.

O mês começou com duras mensagens de alguns “Fed Boys” (membros do BC norte-americano que têm direito a voto no Comitê de Política Monetária – FOMC), que ao cogitarem a possibilidade de aumento da taxa de juros na próxima reunião de 50bps, fizeram as taxas das *treasuries* acelerarem e as apostas para que esse nível de alta ocorresse de fato subir para 30% (embora as maiores apostas – 60% - ainda se concentrassem na alta de 25bps). Ainda nos primeiros dias, Jerome Powell, presidente do FED, em discurso no Senado, colocou mais lenha na fogueira com sua dura avaliação de que a política monetária adotada pelo BC até aquele momento não teria sido suficiente para fazer com que a inflação caminhasse em direção à meta de 2,0% ao ano. Segundo ele, apesar de já existirem alguns sinais de desinflação no setor de serviços, as pressões inflacionárias ainda se mostravam mais fortes do que o esperado, sendo que o mercado de trabalho também continuava apertado, o que prosseguia gerando ganhos do salário acima do adequado (ainda que tivessem apresentado certa moderação). Conclusão? As taxas de juros terminais precisariam ser mais altas do que o previsto anteriormente e ainda que o mesmo Powell tenha sido mais ameno em seu posterior discurso no Congresso, não houve alívio nos mercados, com queda nas bolsas, alta nas *treasuries* e as apostas de que o FED elevaria os juros em 50bps em sua próxima reunião chegaram a 80% (em fevereiro sequer era cogitada).

Do lado da atividade e da inflação, os dados vieram um pouco mais comedidos, embora tenham continuado em uma região desconfortável. O *payroll*, que mede as vagas criadas no mercado de trabalho, veio abaixo do dado de janeiro, mas com a criação de 311 mil postos, acima dos 225 mil esperados. Quanto à inflação, o mesmo relatório do mercado de trabalho trouxe a informação que os salários foram corrigidos em um nível mais comedido (0,24% contra o esperado de 0,3%) e os dados da inflação de fevereiro apontou alta de 0,4% do índice cheio do CPI e 0,5% do núcleo (que exclui itens mais voláteis), chamando atenção para a resiliência da alta do setor de serviços.



Apesar de os dados de inflação terem mexido marginalmente nos preços dos ativos, as inesperadas notícias de dificuldades e, mais do que isso, quebras de bancos nos EUA comandaram um verdadeiro cavalo de pau nos mercados e deixaram os investidores atônitos. A quebra do Silicon Valley Bank, 16º maior banco dos EUA, e do Signature Bank, que como mostra o gráfico acima à esquerda, foram a segunda e a terceira maiores quebras da história dos Estados Unidos, fizeram com que fosse montada uma grande ação conjunta entre FED, Tesouro norte-americano e FDIC (correlato ao nosso FGC) para conter o contágio sobre todo o setor bancário, ao garantir que todos os clientes teriam acesso a totalidade de seus depósitos de ambos os bancos. Mesmo que a ação tenha sido bem orquestrada, a possibilidade de ela não ser suficiente, somada ao fato de que a história mostra que crises bancárias têm um potencial de drenar do crescimento econômico de um país entre 1% e 3% do PIB, derrubou as bolsas e fez com que as taxas de juros derretessem diante da possibilidade de que essa crise evitasse novos apertos da política monetária. O gráfico acima (e à direita) dá uma nítida noção de quão intenso foi o movimento: as taxas de juros dos títulos de 2 anos dos EUA recuaram de 4,57% para 3,98% em um único dia, maior queda desde setembro de 2008, e caíram mais de 1 ponto percentual se somadas os movimentos de três pregões consecutivos, maior desde 22/10/1987, dia conhecido no mercado como “Black Monday”.

Com o passar dos dias e após a quebra do Credit Suisse também ter sido evitada por uma linha de crédito disponibilizada pelo Banco Central Suíço e pela sua posterior compra pelo UBS, a percepção de que o contágio sobre o setor e sobre a economia tinha sido evitado gerou um *mixed fellings*. Se por um lado a tempestade bancária fora impedida, pelo menos por ora, a possibilidade de novos apertos nos juros voltou à mesa, trazendo novamente os dilemas de até onde as taxas subiriam e qual seria seu impacto sobre as atividades dos países. De qualquer maneira, mesmo diante de dúvidas, os ativos de risco se recuperaram e os mercados apresentaram boas performances no mês. O S&P500 subiu 3,51% e o MSCI 2,83%, enquanto a renda fixa valorizou-se cerca de 2,5% (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 (se afetar). Mas como ainda há várias dúvidas de até onde as taxas de juros subirão e como as atividades dos países serão afetadas, embora nossa avaliação seja que a maior probabilidade é de que a economia norte-americana conseguirá evitar uma recessão profunda em termos anuais, não sugerimos assumir maiores riscos de maneira relevante nos portfólios. Além disso, a valorização da bolsa dos EUA nos

últimos 6 meses (14,6%) ainda em meio às incertezas colocadas, geram dúvidas em relação a seu atual *valuation*, uma vez que os preços se elevaram ainda um cenário incerto (mas nada que nos leve a sugerir diminuição das posições nesse momento). 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, a melhora do sentimento internacional não foi suficiente para anular todas as preocupações com as faltas de informações do aguardado arcabouço fiscal, em um primeiro momento, e pelas dúvidas sobre sua real factibilidade, quando o texto foi apresentado. A bem da verdade, o texto somente veio a público no apagar das luzes do mês e houve pouco tempo para avaliá-lo, ainda mais porque o texto oficial somente vai para o Congresso em abril e até lá mudanças podem ser feitas. Desse modo, as preocupações com a falta da proposta e mais uma vez os ataques ao Banco Central e à política monetária pelo Executivo causaram desconforto no mercado e queda na bolsa. Mas como dito, a melhora internacional não foi suficiente para anular todas as preocupações, mas conseguiu, por outro lado, derrubar as taxas de juros prefixadas e das NTN-B, uma vez que a possibilidade de taxas menores no exterior poderia ajudar a Selic recuar mais cedo por aqui.

Do lado da atividade e economia real, não houve muitas novidades, mas tanto os dados de emprego como do crescimento continuaram demonstrando uma certa perda de fôlego ou esgotamento. A PNAD Contínua de janeiro voltou a mostrar sinais da desaceleração do mercado de trabalho, com enfraquecimento das principais medidas de emprego. Com isso, o trimestre móvel encerrado em janeiro registrou taxa de desocupação de 8,4% ante 7,9% no período até dezembro, resultado acima da expectativa de mercado (8,2%). A produção industrial (PIM-IBGE) apresentou queda de 0,3% em janeiro ante dezembro, enquanto o setor de serviços conseguiu se manter resiliente, bancado, em parte, pela melhora da confiança do consumidor, que subiu 2,5 pontos em março.

Do lado da inflação e política monetária, o IPCA de fevereiro apresentou alta de 0,84%, acelerando em relação ao IPCA-15 do mês (0,76%) e acima das expectativas de mercado (0,78%). Com isso, o índice passou a acumular alta de 5,6% em 12 meses, pouco abaixo da variação de 5,8% acumulada até janeiro. Quanto à reunião do Copom, ela não trouxe novidades nem ao manter a Selic em 13,75%, tampouco ao trazer em sua Ata diversos pontos de preocupação, como a inflação corrente ainda elevada, a deterioração adicional das expectativas de inflação e a dependência de um novo arcabouço fiscal "sólido e crível" para ser possível a consolidação de um quadro mais benigno. Além disso, chamou a atenção para a política de crédito via bancos públicos, citando que a "possível adoção de políticas parafiscais expansionistas" tem o potencial de elevar a taxa neutra de juros e reduzir a potência da política monetária.

Embora do Banco Central não tenha vindo nenhuma sinalização de um cenário que possibilitasse queda da Selic esse ano, a turbulência bancária nos EUA gerou a expectativa de que as taxas de juros nas principais economias poderiam não subir mais tanto, uma vez que seu efeito colateral na atividade poderia ser de retração (como escrito no cenário internacional). Isso fez com que os investidores promovessem uma rodada de ajustes nas taxas dos títulos prefixados e das NTN-B, a despeito das preocupações com o ambiente fiscal. Porém, a bolsa de valores não conseguiu refletir o mesmo

comportamento e sucumbiu à falta de definições no plano fiscal, uma vez que o texto preliminar do arcabouço foi divulgado nos últimos dias do mês.

Como resultado, o Ibovespa registrou mais um mês de queda (2,91%) e teve o segundo pior primeiro trimestre em mais de 20 anos, somente sendo melhor do que o primeiro trimestre de 2020 (por motivos óbvios). Na renda fixa, mesmo diante da incerteza do lado fiscal, as taxas de juros dos títulos prefixados assim como as NTN-B encontraram espaço para recuar, fazendo com que o IRF-M registrasse alta (2,15%) e o IMA-B retorno ainda superior de 2,66%.

Ponto de Vista Mercer, mercado doméstico: não promovemos alterações relevantes em nossa visão de médio e longo prazos para o mercado local. Porém, o novo texto do arcabouço fiscal que ainda tem que tramitar no Congresso depende muito da ocorrência de cenários extremamente positivos do lado da receita para conseguir gerar um melhor resultado primário (muito difícil de acontecer). Como já havíamos feito leves alterações no cenário de curto prazo ao longo dos últimos meses, mantivemos nossas posições nos mercados inalteradas (consultar nosso material do Comitê de Investimentos).

Indicadores Financeiros

Renda Fixa	% Mês	% Ano	% 12m	% 24m
CDI	1,17%	3,25%	13,29%	20,59%
IMA-S	1,15%	3,30%	13,42%	21,36%
IRF-M 1	1,23%	3,35%	13,19%	19,00%
IRF-M	2,15%	3,89%	11,55%	13,99%
IRF-M 1+	2,67%	4,23%	11,08%	11,70%
IMA-B 5	1,52%	4,38%	10,38%	20,01%
IMA-B	2,66%	3,98%	7,51%	12,36%
IMA-B 5+	3,73%	3,61%	5,03%	5,39%
IHFA	-0,15%	0,81%	7,97%	16,80%
Jgp Idex-CDI	1,17%	-2,30%	8,91%	19,25%

Títulos Públicos	Taxa	Dif.	% Mês	% Ano
NTN-B mai-2023	6,01%	1,51	1,20%	3,69%
NTN-B ago-2024	6,31%	0,17	1,29%	4,12%
NTN-B mai-2025	5,79%	0,02	1,43%	4,50%
NTN-B ago-2026	5,75%	-0,16	1,95%	5,09%
NTN-B ago-2028	5,93%	-0,23	2,53%	4,90%
NTN-B ago-2030	5,93%	-0,22	2,80%	4,47%
NTN-B mai-2035	6,13%	-0,25	3,56%	3,44%
NTN-B ago-2040	6,19%	-0,25	4,11%	3,49%
NTN-B mai-2045	6,26%	-0,21	3,99%	2,93%
NTN-B ago-2050	6,26%	-0,21	4,25%	3,18%
NTN-B mai-2055	6,23%	-0,22	4,58%	3,15%
NTN-B ago-2060	6,21%	-0,25	5,09%	3,37%

Índices de Inflação	% Mês	% Ano	% 12m	% 24m
IPCA	0,71%	2,09%	4,65%	16,48%
INPC	0,64%	1,88%	4,36%	16,60%
IGPM	0,05%	0,20%	0,17%	14,96%

Câmbio	% Mês	% Ano	% 12m	% 24m
Dólar	-2,45%	-2,63%	7,23%	-10,83%
Euro	0,00%	-0,81%	5,10%	-17,44%

Juros Eua	Taxa	Taxa (m-1)	Dif.
T-Bond 10 yr	3,49%	3,92%	-0,43
T-Bond 30 yr	3,69%	3,93%	-0,24

Renda Variável	% Mês	% Ano	% 12m	% 24m
Ibovespa	-2,91%	-7,16%	-15,10%	-12,65%
Ibovespa (USD)	-0,47%	-4,65%	-20,82%	-2,04%
IBr-X	-3,07%	-7,27%	-16,05%	-13,70%
IBr-X 50	-3,50%	-7,76%	-15,56%	-12,07%
IDIV	-2,02%	-4,08%	-6,43%	4,48%
SMLL	-1,74%	-9,51%	-27,95%	-35,01%
IFIX	-1,69%	-3,70%	-0,68%	-3,01%
S&P500	3,51%	7,03%	-9,29%	3,43%
MSCI WORLD	2,83%	7,25%	-8,57%	-0,72%

Títulos Públicos	Taxa	Dif.	% Mês	% Ano
LTN jul-2023	13,64%	0,00	1,17%	3,28%
LTN jan-2024	13,20%	-0,18	1,27%	3,32%
LTN jul-2024	12,50%	-0,49	1,67%	3,67%
LTN jan-2025	12,04%	-0,67	2,15%	4,06%
NTN-F jan-2025	12,05%	-0,64	2,02%	3,98%
NTN-F jan-2027	12,15%	-0,77	3,31%	4,47%
NTN-F jan-2029	12,57%	-0,68	3,81%	3,67%
NTN-F jan-2031	12,68%	-0,61	4,09%	3,23%
NTN-F jan-2033	12,81%	-0,53	4,04%	2,31%

DI Futuro	Taxa	Taxa (m-1)	Dif.
DI jul-2023	13,64%	13,64%	-0,01
DI jan-2024	13,20%	13,37%	-0,17
DI jan-2025	12,04%	12,69%	-0,65
DI jan-2026	11,95%	12,79%	-0,84
DI jan-2027	12,10%	12,97%	-0,87
DI jan-2028	12,29%	13,17%	-0,89
DI jan-2029	12,52%	13,34%	-0,82
DI jan-2031	12,80%	13,48%	-0,68
DI jan-2033	12,91%	13,53%	-0,62

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

