

montebravo
Corretora

Carta mensal

Ruído fiscal tira brilho dos ativos brasileiros, mas cortes do Fed no 2º semestre ainda devem impulsionar rali

Postergação dos cortes nos EUA e aumento da incerteza doméstica deixaram mercado sem gatilho no curto prazo.

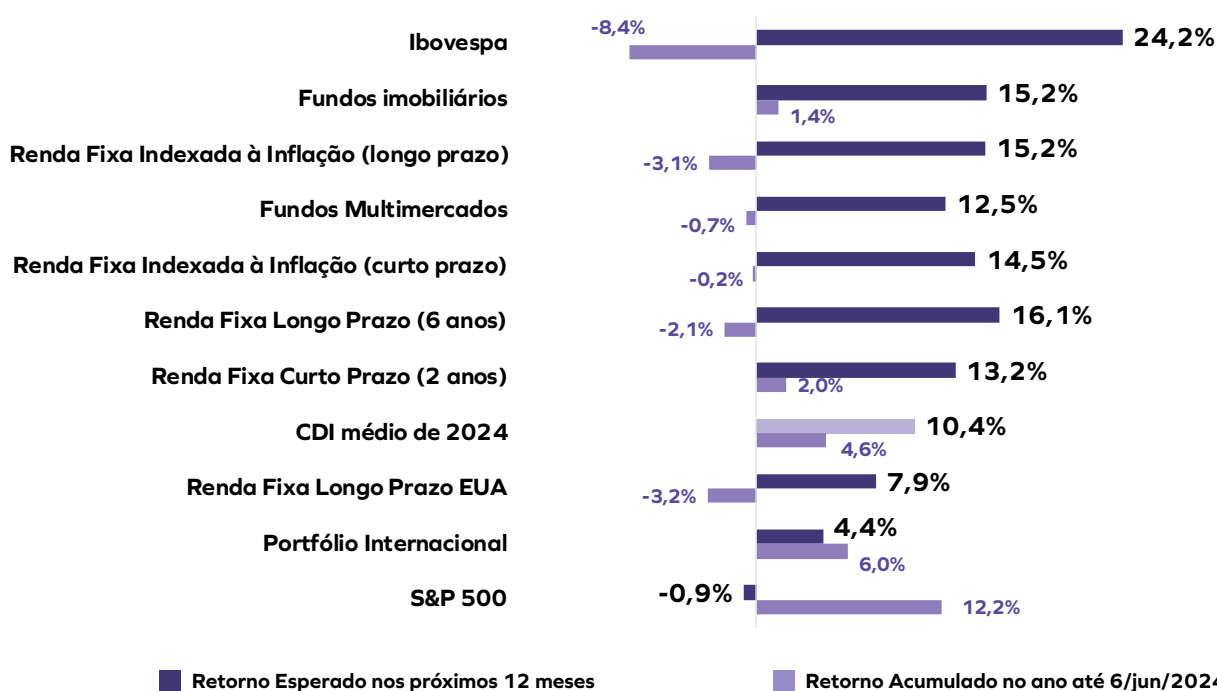
No 2º semestre, os cortes do Fed vão gerar onda positiva, mas aumento do risco retirou o brilho dos ativos brasileiros.

Perspectiva para os investimentos em ativos brasileiros em 2024 segue favorável, mas incerteza em relação à condução fiscal reduziu parte do potencial de ganho.

Ainda assim, portfólios diversificados, de acordo com o horizonte e perfil de risco do investidor, tendem a gerar ganhos acima do CDI nos próximos 12 meses.

Retorno Esperado dos Investimentos (variação anual)

Gráfico 1



Fonte: Monte Bravo

Cenário favorece o aumento das posições de risco. Diversifique!

Ibovespa	Fundos Imobiliários	Renda Fixa	Investimento no Exterior
150.000 Pontos	Carregamento ≈ CDI + Ganho de Capital	Pós, Pré e IPCA com prêmio	Aumente Exposição: Renda Fixa Agora, Ações Depois
Setores Preferidos:	Setores Preferidos:	Ativos Preferidos:	Ativos Preferidos:
Bancos Bond Proxies Cíclicos Domésticos Construção Commodities	Logística Lajes Corporativas Renda Urbana Híbridos	NTN-B longa Pré-fixado 3-5 anos Crédito Privado CDI+ Crédito Privado IPCA+	Treasuries Bonds Brasil Russell 2000 S&P 500

Estratégia de investimentos

Ruídos elevaram percepção de risco sobre os ativos brasileiros

- Juros nos EUA recuaram após picos em abril, favorecendo ativos de risco globalmente
- Aumento da percepção de risco fiscal impediu alta dos ativos brasileiros
- Ruídos associados ao arcabouço e intervenções nas empresas listadas minam credibilidade
- Mercados domésticos sem gatilho no curto-prazo, mas com bom potencial até o final do ano

Os mercados de risco ao redor do mundo continuam bailando no ritmo dos juros nos Estados Unidos. Quando a taxa abre (sobe, no jargão do mercado), o dólar fortalece e o quadro fica mais adverso para os ativos de risco. Quando as taxas fecham (caem), ocorre o inverso e os ativos de risco tendem a registrar ganhos.

No entanto, a despeito de uma queda importante das Treasuries desde meados de maio, **os ativos brasileiros não se valorizaram como seria esperado.** O contrafluxo local é explicado **pelo aumento da percepção de risco fiscal** decorrente da mudança da meta e dos movimentos na governança de companhias listadas, que elevou o prêmio de risco e pesou sobre os ativos.

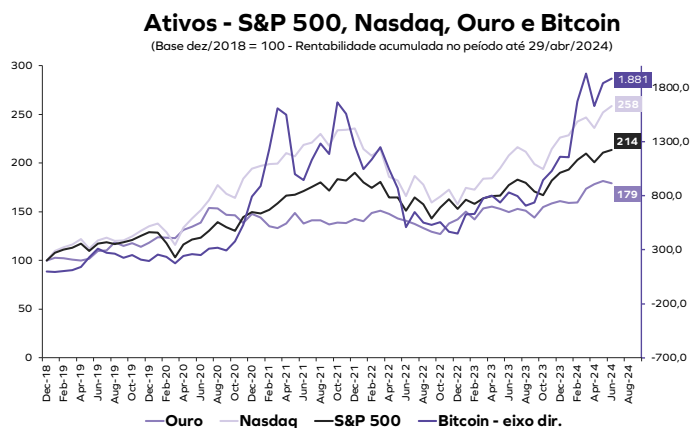
Este aumento da incerteza também levou a um aumento das expectativas de inflação. A mudança nas projeções fez com que os diretores do BC adotassem um discurso mais duro, sancionando a elevação da parte mais curta da curva de juros.

Maior foi mais um mês marcado por uma forte volatilidade das taxas das Treasuries dos EUA. A taxa de juros do título de 10 anos do Tesouro norte-americano — que fechou abril em 4,68% — caiu até 4,38% no dia 16 de maio, embalada por um CPI bem-comportado seguido de vendas no varejo mais fracas do que esperado. Mas, diante da postura mais conservadora do Fed, a taxa voltou a subir para fechar o mês em 4,50%.

Diante de um recuo de 18 p.b. da taxa dos títulos de 10 anos dos EUA, o dólar perdeu um pouco da força e as bolsas globais (MSCI World) subiram 3,8%. O destaque mais uma vez ficou para as ações norte-americanas: Nasdaq (+6,9% no mês) e S&P 500 (+4,8%) chegando a 11,5% e 10,6%, respectivamente, de alta acumulada em 2024.

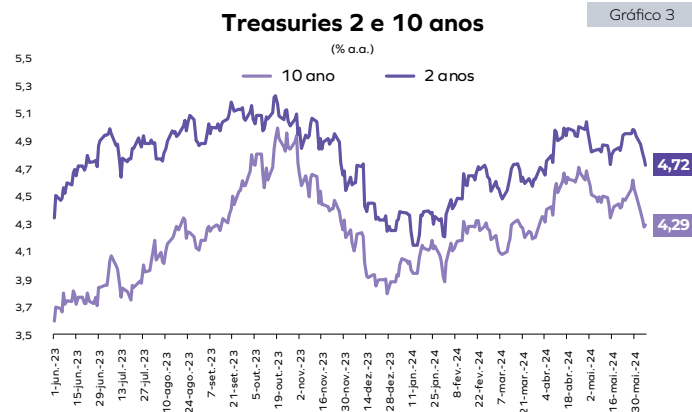
Depois do PCE em linha com o esperado no último dia de maio, um ISM no campo contracionista trouxe uma sensação de que a economia dos EUA pode estar aterrissando. Este sentimento estimulou o mercado a retomar apostas em cortes no final do ano, derrubando a taxa de 10 anos para 4,42% no dia 7 de junho (data de fechamento desta edição da Carta Mensal).

Gráfico 2



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Gráfico 3



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

A próxima reunião do Fed, dia 12 de junho, será de manutenção. É provável, no entanto, que a mediana das expectativas dos diretores passe de três cortes de 25 p.b. para dois cortes desta magnitude.

Apesar disso, **mantemos o cenário Base Monte Bravo com o Fed cortando os juros três vezes a partir de setembro**. Os dados mais recentes endossam nossa tese de que a economia dos EUA está desacelerando e que o núcleo da inflação tende a cair nos próximos meses, abrindo espaço para cortar os Fed Funds a partir de setembro em direção a 3,75% em 2025.

No Brasil, os dados confirmaram um crescimento forte em um contexto de mercado de trabalho apertado e expectativas de inflação em alta sob um quadro fiscal crescentemente incerto.

O excesso de ruídos a respeito das políticas fiscal e monetária abalou a credibilidade tanto das metas fiscais como das metas de inflação e contribuiu para uma deterioração importante das expectativas de inflação — que impediu os ativos domésticos de aproveitarem a melhora global.

Com relação à política fiscal, houve uma perda de credibilidade no arcabouço fiscal decorrente da falta de compromisso do governo com as metas pactuadas. A mudança das metas para todo o horizonte repassa para o próximo governo a tarefa de estabilizar o crescimento da dívida.

Já o aumento das expectativas da inflação eleva o prêmio requerido pelos juros e este efeito, que afeta o custo de captação da economia, não tem relação com a postura do BC.

Todavia, a ênfase recente dos diretores do BC na desancoragem das expectativas de inflação nos levou a **revisar o cenário base de Selic**. Agora, **esperamos estabilidade da taxa Selic em 10,50% a. a. até o início de 2025**, quando — no cenário base — haveria espaço para um ajuste adicional da taxa rumo a 9,50% a. a. em meados do ano.

Neste ambiente de incertezas, em maio, o Ibovespa caiu 3% e o dólar PTAX subiu 1,4% sob o peso da incerteza fiscal. Ainda assim, os benchmarks de Renda Fixa fecharam o mês positivos: IRF-M (+0,66%), Pré-fixado de 5 anos (+0,56%), IMA-B (+1,33%) e IMA-B5+ (+1,59%) ante um CDI de 0,83%.

Vale ressaltar que os ativos brasileiros estão positivos e superaram a inflação no acumulado dos últimos 12 meses, ainda que pouco batendo o CDI de 12,0%. O Ibovespa acumula alta de 12,7%, enquanto o dólar PTAX sobe 2,9%. Na Renda

Fixa, temos Pré-Fixado de 5 anos com 9%, o IMA-B5+ em 4,2% e o IRF-M subindo 10,5% frente ao IPCA de 3,9%.

Embora os dados mais recentes nos EUA tenham mostrado um quadro mais equilibrado — em oposição à força da economia no 1º trimestre; o Fed deve continuar com a postura de “manter as taxas elevadas até ganhar confiança na convergência”. Isto deve deixar o quadro nublado por mais alguns meses.

Dessa forma, **os mercados só voltarão a apostar com força em três cortes ao longo do terceiro trimestre**, quando esperamos que a Treasury de 10 anos se aproxime novamente de 4,00%. A partir daí, a aproximação dos cortes do Fed estimulará a volta dos fluxos para emergentes.

Nestas condições, **a verdade é que os gatilhos para o rali dos ativos de risco no curto-prazo ficaram desarmados**. O impulso externo, pilar central do cenário de alta, só deve ganhar força na volta das férias do hemisfério norte — entre julho e agosto — ao mesmo tempo em que o ruído político interno deixa uma nuvem de incerteza sobre a conduta fiscal que contamina os preços dos ativos.

Ainda que os preços dos ativos de risco tendam a ter uma dinâmica favorável ao redor do mundo no 3º trimestre deste ano, a percepção de que o compromisso com arcabouço fiscal é pequeno fora da área econômica do governo retira brilho dos ativos brasileiros.

Em função disso tudo, revisamos para baixo os preços dos ativos domésticos. O aumento do risco implica em juros mais elevados e, conseqüentemente, um ganho de capital menor para a renda fixa. O custo de capital mais alto penaliza os ativos de renda variável e fundos imobiliários.

A tabela 1, na primeira página, mostra que a projeção para o Ibovespa foi reduzida de 155 mil pontos para 150 mil pontos ao final de 2024, oferecendo um potencial de retorno da ordem de 22% até o final do ano. Os múltiplos da bolsa brasileira seguem muito atrativos, com uma relação preço por lucro (P/L) de 7,5 vezes para os próximos 12 meses — abaixo da média histórica dos últimos 10 anos de 11,1 vezes.

Com uma posição técnica bem leve, acreditamos que basta uma mudança nos fluxos para bolsa repetir o movimento do final de 2023 e subir 20 ou 30 mil pontos em pouco tempo.

No entanto, uma alta mais forte exige uma recuperação da credibilidade fiscal que não parece provável neste governo.

A projeção do IMA-B5+ para os próximos 12 meses foi reduzida de 16,7% para 13,5%, enquanto o IFIX saiu de 14,8% para 14,3%. Ainda assim, no cenário base, os ativos brasilei-

ros conservam um potencial de valorização acima importante e superior ao CDI.

Gráfico 4

Preços dos Ativos				Retornos (%)		Em 2024 (%)	
Ativos Globais	2023	7-jun.-24	2024p	2023	2024p	YTD*	YTGp*
US Treasury 10 anos (% a.a.)	3,88	4,43	4,00	3,9	2,9	-3,3	6,3
S&P 500	4.770	5.281	5.300	24,6	11,1	10,7	0,4
DXY	101,3	104,9	98,0	-2,1	-3,3	3,5	-6,6
Ativos Brasil							
Ibovespa	134.185	120.744	150.000	22,3	11,8	-10,0	24,2
Dólar	4,84	5,33	5,00	-8,5	3,3	10,0	-6,1
NTN-B 2045 (% a.a.)	5,54	6,29	5,80	18,4	7,3	-3,1	10,7

Fonte: Broadcast. Projeções Monte Bravo indicadas pelo p na coluna.

(*) YTD - Year to Date é a convenção de mercado para o acumulado do ano e YTG (Year to Go) é a convenção para o restante do ano a decorrer.

Cenário Macroeconômico

Internacional

Nos E.U.A, a dinâmica da **inflação confirmou as expectativas de moderação** das pressões em abril após um início de ano bastante pressionada. Os núcleos do CPI e do PCE moderaram em abril, registrando altas de 0,30% e 0,25% — respectivamente — com a continuidade da deflação de bens e a menor alta de serviços.

A deflação de automóveis e a menor alta dos custos ligados à moradia explicam o arrefecimento dos núcleos de inflação. Além disso, a menor pressão dos serviços ligados à mão de obra também reforça o comportamento mais benigno da inflação no início do 2º trimestre.

Os dados de atividade também sugerem desaceleração do mercado de trabalho e do consumo no 2º trimestre. A taxa de desemprego voltou a subir e atingiu 4,0% em maio com a maior procura por empregos.

O consumo também indicou arrefecimento: o crescimento passou de 3,3% na margem anualizada no 4º trimestre de 2023 para 2,0% na margem no 1º trimestre deste 2024. A

desaceleração se concentrou no consumo de bens, em especial bens duráveis — refletindo o impacto das taxas de juros reais sobre a economia.

A tendência de moderação da atividade se manteve segundo os indicadores já divulgados referentes a abril e maio, como as vendas do varejo e os dados de emprego.

O tracking do PIB indica que a economia americana deverá crescer 1,8% no 2º trimestre, com desaceleração do consumo e do investimento. Esse ritmo de crescimento é compatível com o potencial da economia e contribui para a desaceleração da inflação.

O arrefecimento da economia, os impactos favoráveis da diminuição dos custos de moradia e dos serviços ligados à mão de obra — juntamente com a desaceleração da inflação de bens — deverão desacelerar o núcleo do PCE nos próximos trimestres. **O núcleo do PCE deverá recuar do patamar de 2,8% em abril para 2,6% em agosto, permitindo que o Fed inicie o ciclo de cortes na reunião de setembro, com a taxa de juros atingindo 4,75% a.a. em dezembro desse ano.**

Na China, os dados de atividade seguem indicando uma recuperação da indústria e dos investimentos, embora as vendas do varejo tenham enfraquecido em abril.

O governo chinês segue estimulando a economia. Foram anunciadas medidas para estimular o mercado imobiliário residencial, como a compra de casas não vendidas pelos governos locais e compra de propriedades ociosas de incorporadoras. Ambas medidas buscam resolver o problema do excesso de imóveis à venda, movimento que provavelmente ajudará a estabilizar o preço dos imóveis.

Essa estabilização é importante para a confiança, visto que grande parte da poupança das famílias está em imóveis e a sensação de perda de patrimônio inibe a recuperação do consumo.

As medidas anunciadas, juntamente com os dados melhores que o esperado no início do ano, têm levado à revisão do consenso para o crescimento do PIB da China em 2024 — que se elevou de 4,5% para 4,9% desde o início do ano até o final de maio. Na Monte Bravo, mantemos nossa expectativa de crescimento da economia chinesa em 5,0% para 2024.

Na Europa, o Banco Central Europeu (BCE) iniciou o ciclo de corte de juros na reunião de junho — reduzindo a taxa básica de juros em 25 p.b. para 3,75% ao ano. A melhora do cenário de inflação, assim como o recuo das expectativas no curto e médio prazo e a moderação da atividade nos últimos trimestres, justifica a redução do nível de restrição da política monetária.

Segundo a presidente do BCE, Christine Lagarde, o ciclo de corte de juros segue dependente dos dados. A visão do comitê, no entanto, é de que a inflação deverá seguir em queda que há declínio do ritmo de avanço dos salários — pontos essenciais para a continuidade dos cortes na taxa de juros. O BCE deverá reduzir a taxa de juros para 3.25% até dezembro, com dois cortes de 25 p.b. nas próximas reuniões.

Brasil

O crescimento robusto da economia no 1º trimestre de 2024 confirmou a nossa expectativa de recuperação liderada pela demanda doméstica. O crescimento do PIB de 0,8% na margem foi resultado da forte alta do consumo das famílias — que cresceu 1,5% no trimestre.

O desempenho do consumo é explicado pelo aumento da massa salarial, do crédito e dos programas de transferência de renda. A perspectiva é de continuidade da boa per-

formance devido ao mercado de trabalho aquecido e aos impactos defasados dos cortes de juros na economia. Os investimentos também tiveram forte recuperação e cresceram 4,1% na margem, com destaque para o aumento da importação de bens de capital, para o desempenho positivo da construção civil e do desenvolvimento de software.

A atividade deverá ser impactada ao longo do segundo trimestre pelas enchentes no Rio Grande do Sul, mas o efeito deverá ser temporário e o esforço de reconstrução deverá ter impacto positivo no segundo semestre. A projeção para o crescimento de 2024 foi revista de 2,5% para 2,3% após considerarmos os impactos das enchentes.

O comportamento da inflação segue benigno no curto prazo, com continuidade da desinflação de bens e a desaceleração dos núcleos de inflação. O núcleo de serviços também tem moderado na margem, mas segue em torno de 5,0% ao ano — ainda incompatível com o cumprimento da meta de inflação.

No período entre junho e agosto, o IPCA deverá ficar entre 0,1% e 0,2%, com risco de deflação em julho devido ao desconto das tarifas de energia — resultante do repasse do bônus de Itaipu para os consumidores.

Entretanto, **o balanço de riscos para a inflação tem piorado desde a última reunião**, com **desancoragem das expectativas de inflação e elevação das incertezas fiscais**, ainda que o risco externo tenha diminuído a intensidade. Os discursos recentes dos diretores do Banco Central têm enfatizado o aumento das incertezas, a importância da ancoragem das expectativas de inflação e a cautela na avaliação do cenário prospectivo.

Diante da deterioração do balanço de riscos, julgamos que a decisão correta do Banco Central deverá ser interromper o ciclo de redução da taxa Selic em 10,50% na próxima reunião. A manutenção da taxa Selic deverá contribuir para reancoragem das expectativas de inflação e manterá a política monetária em patamar restritivo durante o período de incertezas.

Avaliamos que, ao longo do primeiro trimestre de 2025, a redução das incertezas externas com as reduções de juros pelo Fed e a manutenção da taxa Selic em patamar substancialmente restritivo deverá gerar convergência da inflação para a meta de 2026. Este movimento permitirá que o Banco Central reduza a taxa de juros para 9,5% a.a. ao final de 2025.

O desafio de entregar a meta de resultado primário de 2024 segue elevado. Apesar do ganho real de 8,6% na arrecadação total no acumulado do ano até abril, as receitas têm crescido a um ritmo inferior das despesas — que tiveram alta de 12,5% em termos reais.

Entre as despesas, os destaques são as altas dos benefícios previdenciários e das despesas discricionárias. Mantemos a expectativa de déficits primários de 0,8%, 0,5% e 0,3%, respectivamente, em 2024, 2025 e 2026. A ausência de superávit no resultado primário nesse período resultará na elevação da dívida bruta de 71,7% em 2022 para 82,1% do PIB em 2026 — uma alta de mais de 10 p.p. da dívida no período.

As contas externas seguem como o fundamento mais positivo da economia. O saldo comercial recorde e o elevado patamar das reservas internacionais reduzem o risco de solvência externa da economia, o que amortece os movimentos de depreciação cambial.

O fortalecimento do dólar, o adiamento do ciclo de corte de juros pelo Fed, as incertezas fiscais e o enfraquecimento recente de moedas emergentes — como peso mexicano —

impactaram a percepção de risco e provocaram a desvalorização do real frente ao dólar. A moeda norte-americana atingiu o patamar de R\$ 5,30 por dólar nos primeiros dias de junho.

A projeção para a taxa de câmbio foi alterada de R\$ 4,90 para R\$ 5,0 por dólar devido ao aumento do prêmio de risco com as alterações das metas fiscais e à maior aversão ao risco por investidores com relação aos investimentos nos mercados de renda fixa e variável locais.

No acumulado do ano até abril, o fluxo de entrada de investimentos em renda fixa foi de apenas US\$ 575 milhões e houve saída de US\$ 6,8 bilhões dos investimentos em renda variável e fundos investimentos. Apesar do fluxo de saída recente, a robustez das contas externas e a expectativa de corte juros pelo Fed a partir de setembro deverão permitir a apreciação da taxa de câmbio ao longo do 2º semestre desse ano.

Gráfico 5

Cenário Macroeconômico					
Variáveis	2021	2022	2023	2024p	2025p
PIB (% a.a.)	5,00	2,90	2,90	2,30	1,80
IPCA (% a.a.)	10,10	5,80	4,62	4,00	3,50
Selic (% a.a. final de ano)	9,25	13,75	11,75	10,50	9,50
Câmbio (R\$/USD final de ano)	5,58	5,22	4,84	5,00	5,07
Resultado Primário (% PIB)	0,70	1,28	-2,30	-0,75	-0,50
Dívida Bruta / PIB (% PIB)	77,3	71,7	74,3	77,2	80,2

Fonte: IBGE, BCB e Bloomberg. Projeções em vermelho.

Renda Variável

Conforme comentado nas seções anteriores, alteramos nosso cenário de Selic ao final de 2024, ajustando a Selic termial de 10% ao ano para 10,5% ao ano. Com isso, estamos **ajustando nosso target price para o Ibovespa no final do ano de 155 mil para 150 mil pontos**.

Essa mudança não afeta nossa projeção de Lucro Por Ação do Ibovespa, pois nossas estimativas já eram mais conservadoras do que o consenso de mercado. Estamos confiantes em nossas estimativas devido ao bom desempenho da economia e das empresas brasileiras. No entanto, com juros mais altos, estamos atualizando nossas expectativas para um múltiplo de saída menor — de 9 para 8,75 — e esperamos um fluxo menor vindo dos investidores locais.

Um breve comentário sobre a dinâmica do mercado em maio: foi um mês desafiador para a Bolsa, com o Ibovespa encerrando o mês com uma queda de 3,0% — acumulando uma desvalorização de 9,0% em 2024. O índice de Small Caps teve um desempenho ainda pior, refletindo sua maior sensibilidade a juros elevados e falta de liquidez, com queda de 5,2% em maio e 12,0% no acumulado de 2024, respectivamente.

Diferente dos últimos meses, porém, tivemos um **descolamento mais forte dos ativos brasileiros ante as principais bolsas e principalmente dos juros de 10 anos dos EUA**. Então, mesmo após a melhora de humor que impulsionou os ativos de risco globalmente, a Bolsa Brasileira amargou mais um mês de performance negativa — com a piora da percepção fiscal fazendo muito preço.

Apesar desses desafios, continuamos enxergando que as empresas brasileiras estão entregando bons números. O fim da temporada de resultados em maio corrobora com a nossa tese. Com exceção de empresas de commodities, quase todos os setores tiveram uma temporada ligeiramente positiva no 1º trimestre de 2024, o que deve concretizar nosso cenário de crescimento de lucros, conforme comentamos no parágrafo de abertura dessa seção.

Setores com melhor desempenho

- **Alimentos e Bebidas (F&B):** Este setor teve um desempenho excepcional, com aumento de EBITDA em 55% e

Gráfico 6

Cenários IBOVESPA Base - 2024

Projeção LPA 2025 (R\$/ ação) 17.143

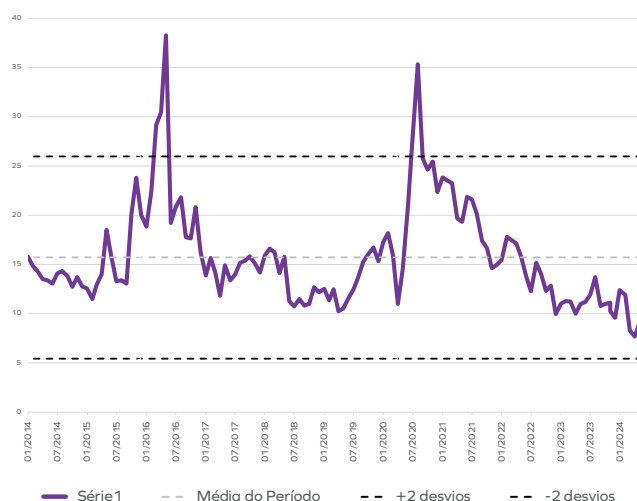
Múltiplo - Preço/Lucro 8,8

IBOVESPA projetado por cenário 150 mil

Elaboração: Monte Bravo.

Gráfico 7

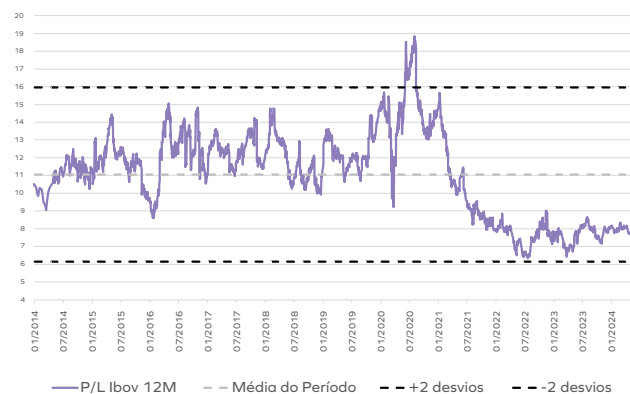
Índice Small Caps = Preço/Lucro estimado para os próximos 12 meses



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Gráfico 7b

Índice Bovespa = Preço/Lucro estimado para os próximos 12 meses



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

crescimento do lucro líquido em 962% ano a ano. Empresas como JBS e BRF foram os principais motores desse crescimento, beneficiando-se de ciclos favoráveis no setor de aves e de uma base de comparação mais fácil no ano anterior.

- **Bancos:** O setor bancário também teve um desempenho sólido, com um aumento de 13% no lucro líquido ano a ano, impulsionado por instituições como Itaú e Santander. O Itaú se beneficiou de um aumento modesto nas provisões e crescimento da receita com empréstimo, enquanto o Santander experimentou uma queda nas provisões para devedores duvidosos (PDD) e uma recuperação nos resultados de sua margem financeira com o mercado.

Setores com pior desempenho

- **Commodities:** As empresas de commodities apresentaram resultados fracos, com quedas de 8,8% nas receitas, 16,4% no EBITDA e 44,4% no lucro líquido ano a ano. Esse desempenho foi impactado pela queda nos preços das commodities e pela exposição a dívidas em moeda estrangeira, que geraram impactos financeiros negativos.

Apesar do pior desempenho relativo das empresas de commodities, alguns fatores nos deixam confortáveis em manter alguma exposição nessas empresas. O principal deles provavelmente seja a recuperação econômica da China. O gigante asiático vem apresentando números sólidos nos últimos me-

ses e tem feito diversos bancos de Investimentos revisarem para cima suas projeções de crescimento econômico do país em 2024.

Além disso, algumas medidas adotadas pelo governo chinês podem indicar uma mudança no tratamento dado aos problemas no setor de Incorporação Imobiliária e devem indicar mais estímulos nos próximos meses. Em tese, este movimento deve sustentar a cotação do minério de ferro acima dos 100 dólares.

Ainda que estejamos ligeiramente mais positivos com commodities, temos uma visão ligeiramente mais negativa para as commodities agrícolas — que devem continuar sofrendo com safras grandes no Brasil e nos EUA.

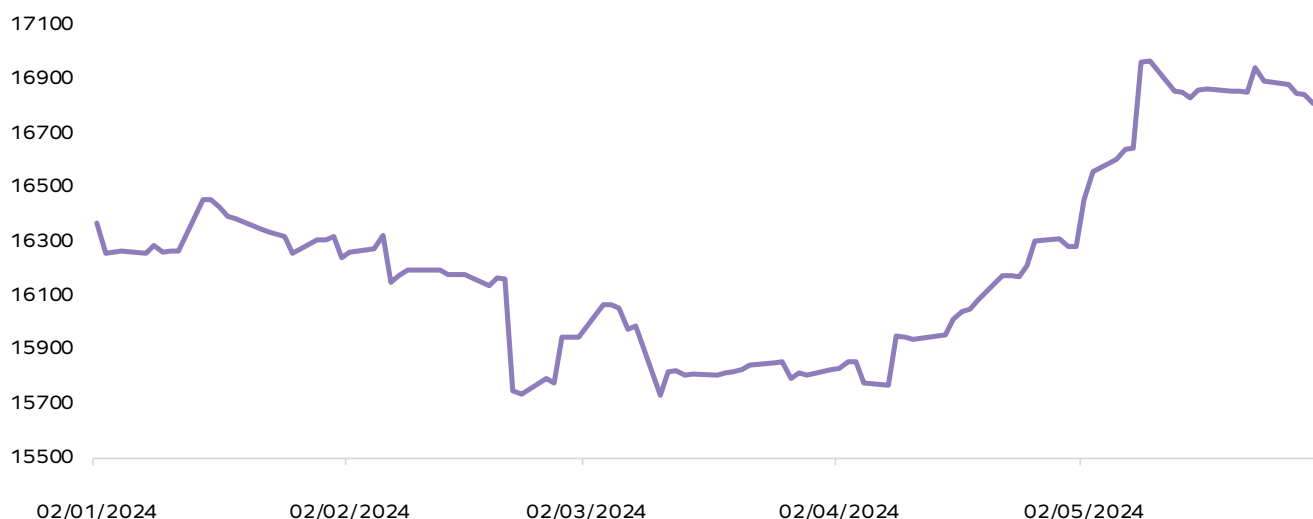
Perspectivas para os próximos trimestres

Em resumo, a perspectiva de longo prazo permanece positiva — mesmo que a Bolsa tenha enfrentado um mês difícil em maio devido a uma combinação de fatores —, especialmente se houver uma melhoria nas condições de juros globais e uma recuperação econômica na China.

Após essa correção, e entendendo que o momento demanda cautela, estamos confortáveis em aumentar a exposição em excelentes empresas que estão negociando em bons preços — o que normalmente é difícil de acontecer. Continuamos bastante confortáveis em carregar posições em Bancos, Utilidades Públicas, Commodities e alguns setores sensíveis a juros, como Shoppings e Construção Civil.

Lucro por Ação Ibovespa 12M

Gráfico 8



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Fundos Imobiliários

O IFIX, principal índice de fundos imobiliários do Brasil, fechou o mês de maio praticamente estável, com ligeira alta de 0,02%. Com isso, a performance no ano continua positiva e está em 2,14%.

O destaque do mês foram os fundos de recebíveis, que continuam tendo uma performance positiva no ano. Enquanto os fundos de tijolos, como classe, continuam tendo performance negativa.

A reprecificação das curvas de juros no Brasil foi intensificada em maio e, em partes, ajuda a explicar a dinâmica mais negativa dos Fundos de Tijolo. Com uma Selic mais elevada por mais tempo, os investidores estariam menos dispostos a carregar FIs de Tijolo com uma remuneração abaixo dos 10%.

Conforme comentamos nas últimas Cartas e após nossas revisões de Selic para o final de 2024, **estamos mais confortáveis em carregar Fundos de Recebíveis com concentração de suas carteiras em ativos atrelado ao CDI**, ou os fundos que têm uma carteira diversificada entre indexadores. Já que, além de tornar o carregamento do CDI+ mais interessante nos próximos meses, a tese de uma Selic mais alta por mais tempo deve acelerar a conversão da inflação para a meta do CMN — o que diminuiria os dividendos pagos pelos fundos exclusivamente indexados ao IPCA.

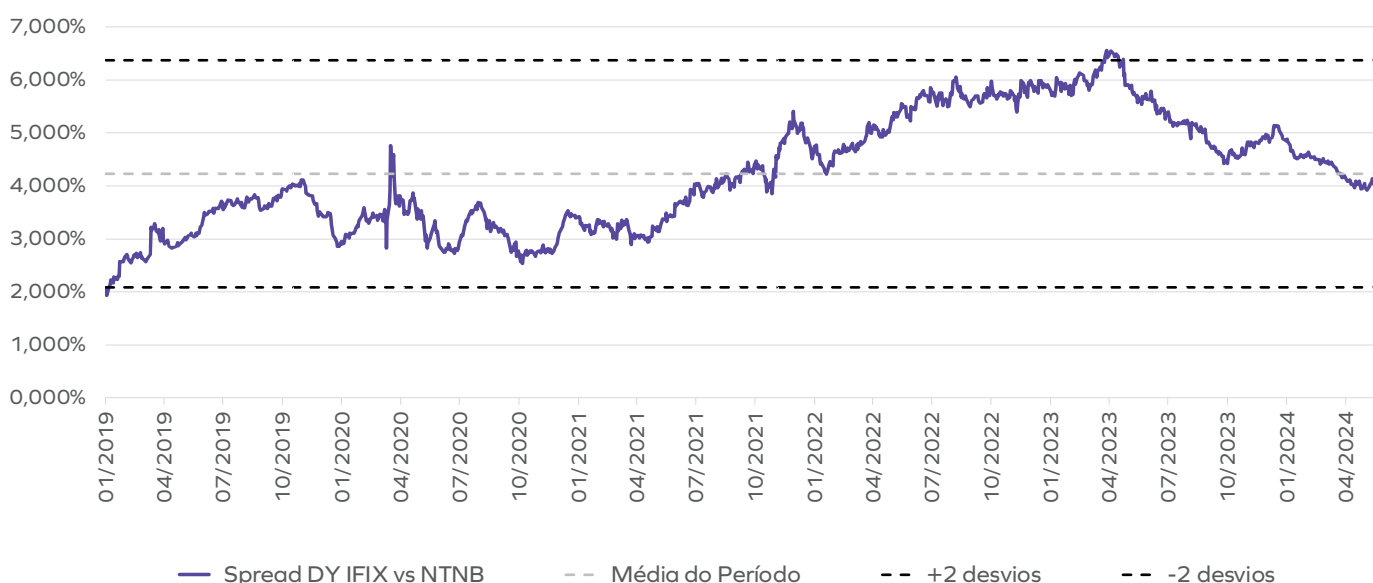
Ainda sobre os Recebíveis: o mês de maio trouxe para mesa um “fantasma” sobre o mercado de CRIs, com alegações de que a Vibra teria dado um calote em um CRI. O calote poderia causar reverberações no mercado de CRIs atrelados a contratos atípicos.

Na Monte Bravo, somos bastante críticos dessa visão. Nós entendemos que a Vibra não cometeu nenhuma irregularidade e que o problema da operação advém de uma estrutura de garantias bastante frouxa. Esse ponto só reforça nossa tese de que além de entender o crédito da operação é fundamental entender as garantias da operação e/ou confiar em times de gestão que tenham expertise não só em crédito, mas também em estruturação de operações de CRI.

Apesar de entendermos que o momento pode ter se tornado mais desafiador para os fundos de Tijolo, principalmente pela volta da competição “desleal” contra uma Selic em dois dígitos, é recomendável ter exposição em suas subclasses (Lajes, Logísticos e Shoppings). **Continuamos vendo melhoria de muitas operações, com revisionais para cima — principalmente em Lajes —, diminuição de vacância e melhorias operacionais — principalmente nos shoppings.** Após essa leve correção, entendemos que seja um bom momento para voltar a se posicionar em bons fundos ou, para aqueles que não tem posição, começar a se expor.

Spread DY IFIX vs NTN35

Gráfico 9



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Renda Fixa

As curvas de juros futuros no mercado internacional se mantiveram pressionadas ao longo de maio devido aos dados mistos de atividade e inflação e às incertezas em relação ao início do ciclo de corte de juros pelo Fed. No cenário doméstico, essa pressão de alta nos juros ocorreu devido às incertezas fiscais e à desancoragem das expectativas de inflação.

A curva de juros futuros doméstica sofreu um forte ajuste na parte curta e precifica estabilidade da taxa Selic em 10,50% a.a. na reunião de junho do Copom e um prêmio de cerca de 25 p.b. até o final desse ano.

Além disso, o contrato de juros futuros com vencimento em janeiro de 2026 precifica um total de 110 p.b. de aumento da taxa Selic no período. Essa precificação indica um prêmio elevado para o nosso cenário base, no qual o Banco Central deve reduzir a taxa Selic para 9,50% a.a. até o final de 2025. Obviamente, **uma parte relevante dessa precificação de alta de juros ao longo de 2025 é um prêmio de alongamento e de incerteza sobre a mudança na presidência do Banco Central.**

No caso das curvas de juros futuras dos EUA, o mercado voltou a precificar mais de um corte de juros até o final de 2024 após dados de atividade mais fracos e os núcleos de inflação dentro do esperado.

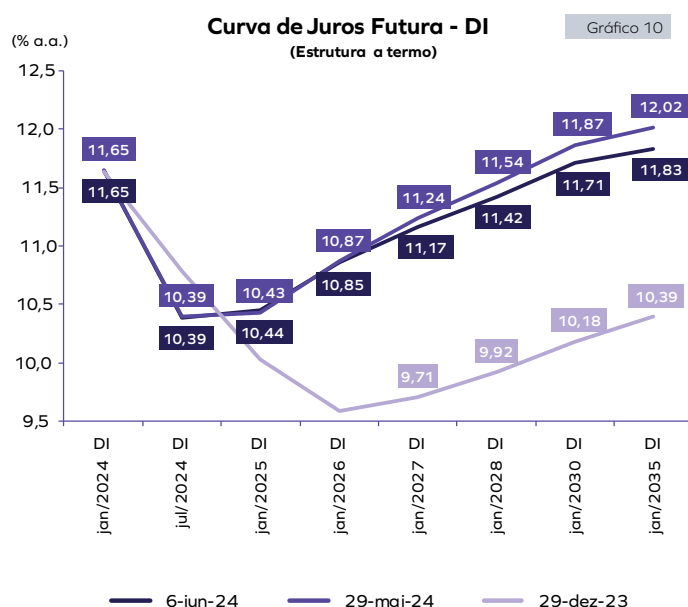
Considerando o cenário base de 3 cortes de juros pelo Fed até dezembro e a estabilidade da taxa Selic pelo Copom em 10,50% ao ano em 2024 — com a retomada dos cortes de juros ao longo de 2025 —, o mercado de renda fixa possui prêmios tanto na parte curta quanto na parte longa da curva de juros. Nossa preferência é pelos vértices de médio e longo prazo devido aos prêmios em relação ao nosso cenário.

Os cupons das NTN-Bs de longo prazo seguem em torno de 6,20% ao ano, o que não é um equilíbrio sustentável do ponto de vista fiscal na nossa visão — constituindo um prêmio considerável em relação ao nosso cenário.

Mantemos a avaliação que esses cupons têm um potencial de convergir para taxas em torno de 5,80% a.a. no 2º semestre, confirmando-se nosso cenário base e gerando um ganho de capital interessante nesses títulos (ágio) que, juntamente com o carregamento do cupom dos papéis e da correção do indexador (IPCA), deverá resultar em ganhos acima do CDI médio esperado para os próximos 12 meses — que estimamos em 10,40% ao ano.

Como já citamos nas últimas cartas, **seguimos avaliando favoravelmente os créditos privados com boa avaliação de rating** e que pagam prêmio sobre o benchmark, seja ele CDI, IPCA ou pré-fixado. Quando os títulos são isentos, em especial, o ganho se torna ainda mais atraente.

Esses créditos são alocações atraentes para se investir em 2024. Além do prêmio embutido acima da curva pré-fixada de mercado de maturidade equivalente, esses títulos deverão ter ganho de capital nos títulos com benchmark IPCA ou pré-fixado.



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Carteiras sugeridas

Uma carteira diversificada tende a proporcionar ganhos acima do CDI

- Aumento na Renda Fixa Pré-fixada (IRF-M) para aproveitar o aumento das taxas
- Aumento da Renda Fixa Indexada ao IPCA (IMA-B) para aproveitar o aumento dos cupons
- Redução na alocação em Investimentos no Exterior devido à forte alta do dólar
- Ajuste marginal para baixo na alocação em renda variável

Gráfico 11

Classe	Benchmark	Conservador	Moderado	Dinâmico	Arrojado
Renda Fixa Pós	CDI	60,0	15,0	5,0	2,0
Renda Fixa Pré	IRF-M	15,0	16,0	18,0	17,0
Renda Fixa Inflação	IMA-B	25,0	16,0	24,0	24,0
Multimercado	IHFA		15,0	6,0	4,0
Fundos Imobiliários	IFIX		14,0	15,0	16,0
Renda Variável	Ibovespa		14,0	21,0	24,0
Alternativos	Não possui		3,0	5,0	5,0
Internacional	60 Ações / 40 Bonds		7,0	6,0	8,0
CDI+		0,5-1,0	1-3	3-5	5-8
Vol pretendida		1,0-2,0	2-4	4-8	6-12

* O objetivo é fornecer uma referência para uma carteira de investimentos diversificada para 4 perfis genéricos no horizonte de 3 anos. A sugestão deve ser personalizada, pois necessidades específicas somente podem ser capturadas numa conversa pessoal.

** A meta de CDI+ é um objetivo perseguido em janelas longas de tempo, não se configurando como promessas de rentabilidade.

Visão sobre as principais classes de ativos:

Juros Brasil – Com a abertura das curvas, a renda fixa está atraente em todas as modalidades (CDI, IPCA e Pré) e em todos os prazos.

Crédito Brasil – O mercado de crédito segue com perspectiva favorável e representa uma oportunidade para o investidor, desde que a curadoria sobre o risco de crédito seja cuidadosa.

Fundos Imobiliários – Excelente combinação de renda (isenta) com potencial de ganho de capital.

Ações Brasil – Nosso preço-alvo para o Ibovespa foi reduzido para 150.000 pontos, mas potencial de ganho de 22% é bem interessante.

Dólar – Intensidade da depreciação do real foi surpresa, face aos bons fundamentos externos. Redução dos juros nos EUA deve trazer dólar para perto de R\$ 5,00.

Juros EUA – Apesar da volatilidade, nossa visão é de que as taxas dos títulos de 10 anos fecharão o ano perto de 4% ao ano. Por isso, as aplicações pré-fixadas em dólar seguem atraentes, seja nas Treasuries ou em Bonds brasileiros de baixo risco de crédito.

Ações EUA – A alta recente das ações nos EUA, com S&P 500 e Nasdaq em território recorde, deixa a relação entre preços e lucros bem acima da média histórica, o que sugere uma postura mais cautelosa.

Glossário

IMA é o Índice de Mercado ANBIMA é uma família de índices que representa a evolução, a preços de mercado, da carteira de títulos públicos emitida pelo Tesouro Nacional e serve como benchmark para a renda fixa no Brasil.

IMA-Geral Ex C é o benchmark de todos os títulos emitidos pelo Tesouro excluindo os indexados à taxa de câmbio.

IMA-B é o benchmark de todos os títulos indexados à inflação.

IMA-B5 é o benchmark dos títulos indexados à inflação com prazo até 5 anos.

IMA-B5+ é o benchmark dos títulos indexados à inflação com prazo acima de 5 anos.

IRF-M é o benchmark de todos os títulos pré-fixados a parcela prefixada.

IDA é o Índice de Debêntures ANBIMA (IDA) reflete o comportamento de uma carteira de dívida privada, mais especificamente das debêntures negociados no Brasil.

Ibovespa é o Índice Bovespa, índice de referência de cerca de 86 ações negociadas na B3 (Brasil Bolsa Balcão), representando a maioria das negociações e da capitalização de mercado no mercado de ações brasileiro.

IFIX é Índice de Fundos Imobiliários da B3 cujo objetivo é ser o indicador do desempenho médio das cotações dos fundos imobiliários.

S&P500, ou Standard & Poor's 500, é o índice ponderado por capitalização de mercado de 500 das principais empresas negociadas nos EUA, sendo considerado um dos melhores indicadores do desempenho das ações americanas.

Magnificent Seven – O grupo é composto por Alphabet (GOOGL), Amazon (AMZN), Apple (AAPL34), Meta (M1TA34), Microsoft (MSFT34), Nvidia (NVDC34) e Tesla (TSLA), e representa setores de tecnologia, comunicação e consumo discricionário

montebravo

Corretora

Alexandre Mathias

Estrategista-Chefe
e Head do Research

Bruno Benassi

Analista de Ativos
CNPI: 3931

Disclaimer

MPORTANTE: A Monte Bravo Corretora de Valores Mobiliários S.A. ("Monte Bravo") é uma instituição financeira autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil. Esta mensagem e eventuais anexos podem conter informações confidenciais destinadas a indivíduo e propósito específico, sendo protegidos por lei. Caso você não seja o destinatário ou pessoa autorizada a recebê-la, por favor, avise imediatamente o remetente e, em seguida, apegue o e-mail. É terminantemente proibida a utilização, cópia ou divulgação não autorizada das informações presentes neste e-mail. As informações nele contidas e em seus eventuais anexos são de responsabilidade do seu autor, não representando necessariamente ideias, opiniões, pensamentos ou qualquer forma de posicionamento por parte da Monte Bravo. Por fim, é imprescindível que o destinatário verifique este e-mail e todos os anexos em busca de possíveis vírus. A empresa/remetente não assume responsabilidade por quaisquer danos decorrentes da transmissão de vírus através deste e-mail.