

montebravo

Carta mensal

# Cortes do Fed estimularão onda positiva no segundo trimestre

---

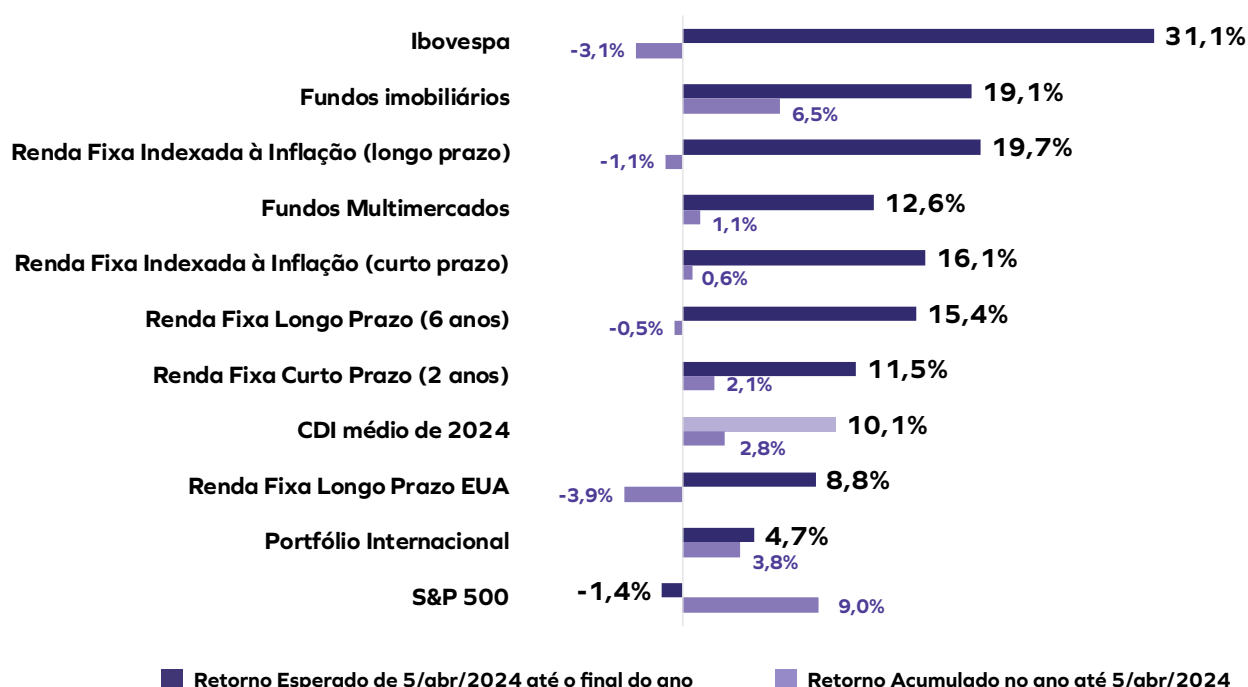


# Perspectiva de cortes do Fed segue dando configuração benigna para o cenário de investimentos em 2024

Ativos de risco, em especial, os ativos brasileiros têm potencial de forte valorização quando os cortes se materializarem. 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 em 2024 (variação anual)**

Gráfico 1



Fonte: Monte Bravo

## Cenário favorece o aumento das posições de risco. Diversifique!

Ibovespa	Fundos Imobiliários	Renda Fixa	Investimento no Exterior
170.000 Pontos	Carregamento ≈ CDI + Ganho de Capital	Reduzir Pós para Aumentar IPCA e Pré (pp via Crédito)	Aumente Exposição: Renda Fixa Agora, Ações Depois
<b>Setores Preferidos:</b>	<b>Setores Preferidos:</b>	<b>Ativos Preferidos:</b>	<b>Ativos Preferidos:</b>
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

## 1. Estratégia Global e Investimento no Exterior

Corte de juros nos EUA durante o segundo semestre torna aplicações de renda fixa em dólar muito atraentes e cria perspectiva favorável para os ativos de risco.

## 2. Estratégia Doméstica

Economia doméstica está retomando. Inflação em queda permite Selic de 9,25% a.a. em 2024 e, desde que a condução fiscal não eleve o risco, a Bolsa terá valorização nos próximos meses.

## 3. Carteiras Sugeridas

Cenário sugere aumentar a exposição aos ativos de maior risco (Bolsa, fundos imobiliários e juros longos) de maneira diversificada e, ao mesmo tempo, aumentar o Investimento no Exterior em dólar.

### 1. Estratégia Global

O destaque do mês foi a alta das ações nos EUA, impulsionadas pela febre de IA e pelos bons resultados trimestrais. O S&P500 subiu 3,10% em março, fechando em patamar recorde aos 5.254 pontos, enquanto as taxas das Treasuries de 10 anos caíram de 4,26% para 4,19%.

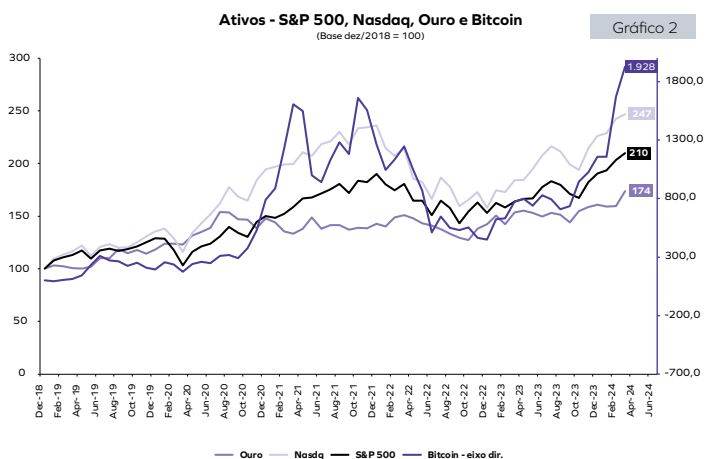
O primeiro trimestre de 2024 fechou muito bem para as ações dos EUA. O S&P 500 registrou alta de 10,2%, o melhor 1º trimestre desde 2019, enquanto o Nasdaq ganhou mais de 9%.

As ações de tecnologia, diante das perspectivas de ganhos com a inteligência artificial levaram o mercado para recordes no trimestre. Neste movimento, a Nvidia subiu mais de 80% nos primeiros três meses deste ano.

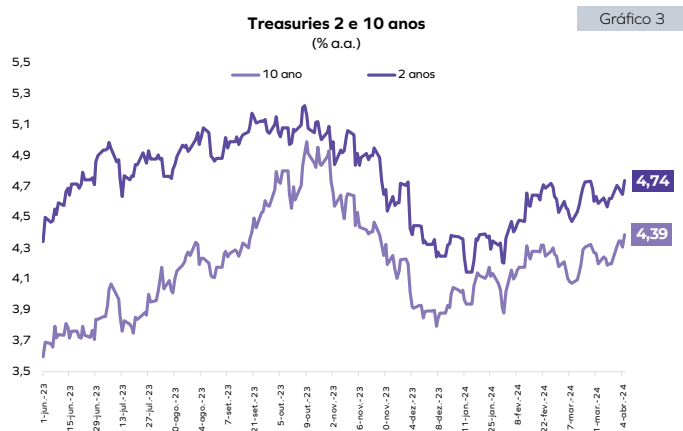
O mercado de juros nos EUA, por outro lado, teve um trimestre de abertura de taxas. Na virada do ano, o mercado exagerou no otimismo, pois tinha embutido um ciclo de 7 cortes de 25 p.b. — totalizando 175 p.b. — ao longo 2024, mesmo com o Fed sinalizando três cortes de 25 p.b. neste ano.

Diante de uma economia que se manteve resiliente, com um mercado de trabalho robusto somado a um pequeno desvio para cima na inflação, os mercados ajustaram as expectativas de cortes nos Fed Funds.

Agora, os preços implicam cerca de 60% de chance para o ciclo começar em junho, perfazendo 70 p.b. em 2024. O ajuste elevou a taxa do título do Tesouro de 10 anos de 3,88% no final de 2023 para 4,19% no fechamento de março.



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

A alta das taxas gerou perdas nas aplicações em juros norte-americanos pré-fixados, o ETF que aplica nas Treasuries de 10 anos caiu 1,6% no primeiro trimestre. Mas é importante perceber que, mesmo ignorando os cortes, o carregamento da taxa cobre as perdas em pouco mais de 4 meses.

Um fator de risco que merece atenção está associado aos déficits dos EUA e ao equilíbrio entre demanda e oferta de títulos. O déficit obriga o Tesouro a aumentar a oferta de dívida, mas a perspectiva de cortes tem assegurado uma demanda robusta. Uma alteração deste quadro, que não parece provável, levaria a um aumento das taxas longas independente do Fed.

**Apesar de tudo isso, nossa avaliação é de que o cenário global segue com uma perspectiva favorável porque o Fed vai relaxar a taxa de juros.**

Ainda que a força da economia seja uma surpresa, é importante lembrar que os Fed Funds só atingiram 5,50% em julho de 2023 e que a defasagem usual dos efeitos da política monetária prevê que o efeito pleno sobre a economia aconteça ao longo do 2º trimestre de 2024.

Por isso, projetamos que o crescimento econômico nos EUA arrefecerá nos próximos meses, com o mercado de trabalho aumentando a folga e a inflação, medida pelo núcleo do PCE, rumando para 2,5%.

A materialização desse quadro dará a confiança que o Fed requer para iniciar o ciclo de afrouxamento. De modo que mantemos o cenário de 5 cortes de 25 p.b. começando em junho, com os Fed Funds fechando em 4,25% em 2024.

Assim, parece provável que os títulos de 10 anos dos EUA sejam negociados abaixo de 4% no segundo semestre, o que deve estimular a busca por retornos em ativos emergentes, numa dinâmica similar ao último bimestre de 2023.

O mercado tende a ter um hiperfoco sobre o momento do início do ciclo, mas o mais importante para a trajetória dos preços dos ativos é se acontecerá ou não um relaxamento dos juros.

Porém, ainda que os cortes nos Fed Funds sejam postergados para julho, o nível elevado de taxas de juros nos EUA constituiu uma oportunidade para investir em renda fixa dolarizada, seja em títulos do Tesouro ou mesmo em Bonds brasileiros de baixo risco de crédito.

Nossa referência para os investimentos no exterior é o portfólio 60/40 (60% de ações e 40% de renda fixa, ver Carta Mensal de março). **Neste momento, no entanto, julgamos apropriado ter uma exposição maior na renda fixa pelo menos até julho ou agosto.**

Até lá, a sugestão é ter uma exposição dominante, da ordem de 70% a 80% em ativos de renda fixa, sejam Treasuries ou Bonds brasileiros, postergando um aumento da posição em ações para meados do ano ou após uma correção do mercado acionário que, neste momento, parece caro.

## 2. Estratégia Local

Em março, o Ibovespa caiu 0,71% e o dólar PTAX subiu 0,26%. Além disso, os principais benchmarks de Renda Fixa perderam para o CDI de 0,83% do mês: IRF-M (0,54%), Pré de 5 anos (-0,16%), IMA-B (0,08%) e IMA-B5+ (-0,55).

No entanto, o horizonte adequado de avaliação de investimentos é mais longo que um mês — idealmente o foco deve ser de 3 a 5 anos. Basta esticar o horizonte para o acumulado em 12 meses até março para constatar que todos os ativos brasileiros superaram a inflação e o CDI.

O Ibovespa acumula alta de 25,7% e o dólar PTAX queda de 1,7%. Na renda fixa, o Pré-Fixado de 5 anos (+20,4%), o IMA-B5+ (+13,4%) e o IRF-M (+14,0%) superaram o CDI (12,4%) e o IPCA (+4,0%).

O primeiro trimestre de 2024 terminou com o Ibovespa em queda de 4,5% aos 128.106 pontos. Um balde de água fria para nossa perspectiva otimista. O desempenho das ações na B3 refletiu a reavaliação da política monetária nos EUA (ver Estratégia Global) e os ruídos políticos no cenário doméstico. E, depois de uma alta de quase 20% entre novembro e dezembro do ano passado, uma realização como esta não é algo fora do padrão.

Os estrangeiros realizaram ganhos e terminaram o primeiro trimestre de 2024 com saques líquidos de R\$ 22,9 bilhões, a maior saída trimestral dos não residentes desde 2021.

Além disso, preocupações com a economia chinesa — com dúvidas sobre a capacidade dos estímulos impulsionarem o consumo interno — afetaram o minério de ferro e impactaram diretamente a Vale.

Por fim, tanto a Vale quanto a Petrobras — cujos pesos no Ibovespa são de 12,1% e 12,6%, respectivamente — foram

negativamente afetadas por ruídos relacionados à governança. A Petrobras (PETR3; PETR4) fechou o trimestre praticamente estável, enquanto a Vale (VALE3) desabou 17,7% no período.

Assim, os primeiros meses de 2024 enfrentaram um ambiente desafiador, contrariando nossas expectativas otimistas. Contudo, vemos a conjuntura adversa como transitória e esperamos que ao longo do segundo trimestre os ativos domésticos retomem a alta, levando o Ibovespa para 170.000 pontos no final de 2024 (ver detalhes em Renda Variável).

As incertezas quanto ao início e dimensão do ciclo de cortes de juros nos Estados Unidos empurraram os ativos de risco de mercados emergentes para baixo ao longo do primeiro trimestre do ano. Mas **o segundo trimestre permanece com uma configuração favorável para os ativos de risco em geral e, particularmente, para os ativos brasileiros.**

No âmbito doméstico, a despeito da mudança no horizonte do guia prospectivo do Copom, o cenário base termina com a taxa Selic atingindo 9,25% ao ano em setembro.

O fator de risco mais preocupante segue sendo o cenário fiscal, diante de uma dívida bruta que crescerá cerca de 10 p.p. do PIB entre 2023 e 2026. Nossa expectativa é de que o déficit primário de 2024 fique em torno de 0,8% do PIB, que é o consenso das expectativas.

O ponto focal deste tema será a condução da mudança da meta de superávit primário para 2025 e 2026, que precisa preservar a credibilidade do arcabouço fiscal. Desde que a mudança sancione as expectativas atuais para 2024 e 2025, não deve haver grande impacto sobre a percepção de risco. Caso contrário, teremos uma mudança significativa do cenário, com o risco de adentrarmos um período de deterioração fiscal similar a 2013-2016.

No cenário base, a aproximação dos cortes de juros nos EUA, em um cenário sem grandes mudanças no plano doméstico, beneficiará os ativos brasileiros, levando a retomada da trajetória de valorização ao longo do segundo trimestre.

Gráfico 4

Preços dos Ativos				Retornos (%)		Em 2024 (%)	
Ativos Globais	2023	5-abr.-24	2024p	2023	2024p	YTD*	YTGp*
<b>US Treasury 10 anos (% a.a.)</b>	<b>3,88</b>	<b>4,37</b>	<b>3,75</b>	<b>3,9</b>	<b>4,9</b>	<b>-2,8</b>	<b>8,0</b>
<b>S&amp;P 500</b>	<b>4.770</b>	<b>5.209</b>	<b>5.200</b>	<b>24,6</b>	<b>9,0</b>	<b>9,2</b>	<b>-0,2</b>
<b>DXV</b>	<b>101,3</b>	<b>104,3</b>	<b>95,0</b>	<b>-2,1</b>	<b>-6,2</b>	<b>2,9</b>	<b>-8,9</b>
Ativos Brasil							
<b>Ibovespa</b>	<b>134.185</b>	<b>126.990</b>	<b>170.000</b>	<b>22,3</b>	<b>26,7</b>	<b>-5,4</b>	<b>33,9</b>
<b>Dólar</b>	<b>4,85</b>	<b>5,07</b>	<b>4,85</b>	<b>-8,5</b>	<b>0,0</b>	<b>4,4</b>	<b>-4,2</b>
<b>NTN-B 2045 (% a.a.)</b>	<b>5,54</b>	<b>5,99</b>	<b>5,05</b>	<b>18,4</b>	<b>15,0</b>	<b>-2,0</b>	<b>17,4</b>

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.

### 3. Carteiras Sugeridas

Um elemento central da dinâmica positiva dos ativos está relacionado ao movimento de realocação de portfólios decorrentes das taxas mais baixas no Brasil e nos EUA.

A redução dos juros nos EUA tende a trazer de volta o fluxo estrangeiro, pois as ações brasileiras estão baratas — com múltiplos muito baixos perante o padrão histórico.

Por aqui, a redução da Selic e o fim da “farra dos isentos” deve contribuir para uma realocação das carteiras em ati-

vos de risco. Assim, **a conjuntura para o restante do ano é amplamente favorável para assumir riscos, razão pela qual continuamos em busca de oportunidades para adicionar posições nas realizações do mercado.**

Expressamos esse otimismo através de uma alocação relevante nos ativos de maior risco como ações, fundos imobiliários e NTN-Bs mais longas. Ao mesmo tempo, reduzimos as posições em caixa devido às expectativas de juros mais baixos que criam o risco de reinvestimento. Por fim, enfatizamos a alocação no exterior como forma de diversificação e proteção.

Gráfico 5

Classe	Benchmark	Conservador	Moderado	Dinâmico	Arrojado
Renda Fixa Pós	CDI	60,0	15,0	<b>4,0</b>	2,0
Renda Fixa Pré	IRF-M	15,0	16,0	<b>15,0</b>	11,0
Renda Fixa Inflação	IMA-B	25,0	16,0	<b>20,0</b>	22,0
Multimercado	IHFA		15,0	<b>6,0</b>	4,0
Fundos Imobiliários	IFIX		14,0	<b>15,0</b>	16,0
Renda Variável	Ibovespa		14,0	<b>25,0</b>	28,0
Alternativos	Não possui		3,0	<b>5,0</b>	5,0
Internacional	60 Ações / 40 Bonds		7,0	<b>10,0</b>	12,0
<b>CDI+</b>		<b>0,5-1</b>	<b>1-3</b>	<b>3-5</b>	<b>5-8</b>
<b>Vol pretendida</b>		<b>1-2</b>	<b>2-4</b>	<b>4-8</b>	<b>6-12</b>

\* 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.

**Juros Brasil** – o trecho curto da curva de juros reagiu com o Copom e, agora, tem uma taxa Selic perto de 9,75% no final do ano — cerca de 50 p.b. acima do nosso cenário. O prêmio não é grande, mas a assimetria favorece aplicar na taxa curta. O trecho longo ficou muito premiado face à abertura das curvas globais, em linha com as Treasuries, somado à incerteza fiscal. No cenário base, vemos um potencial de ganho importante para os termos mais longos, em especial, os indexados ao IPCA.

**Crédito Brasil** – o mercado de crédito segue em plena retomada com a perspectiva de queda das taxas de juros e as mudanças nas regras de isentos. Isso traz muitas oportunidades para o investidor, desde que haja uma curadoria cuidadosa sobre o risco de crédito e o prêmio das posições.

**Fundos Imobiliários** – constituem uma excelente combinação de renda com potencial de ganho de capital.

**Ações Brasil** – Nosso preço-alvo para o Ibovespa ao final de 2024 está mantido em 170.000 pontos. Gostamos, principalmente, das empresas brasileiras dos setores financeiro,

energia e consumo doméstico e dos papéis beneficiados pela queda das taxas de juros.

**Dólar** – a sazonalidade favorável das exportações e a perspectiva de cortes nos EUA propiciam condições para uma valorização do Real, desde que o risco fiscal não atrapalhe.

**Juros EUA** – Apesar da volatilidade, o mercado vai derrubar as taxas e as taxas dos títulos de 10 anos vão fechar o ano abaixo de 4% ao ano. Assim, as aplicações pré-fixadas em USD seguem bastante atraentes, seja nas Treasuries ou em Bonds brasileiros de baixo risco de crédito que ainda têm um prêmio em relação a estas.

**Ações EUA** – A alta recente das ações nos EUA, com S&P500 e Nasdaq em território recorde, deixa a relação entre preços e lucros um pouco acima da média histórica, o que deve ser lido como um sinal de cautela para aplicações adicionais. O S&P 500 quase sempre passa por uma correção técnica em algum momento durante um processo de alta e o cenário de desaceleração da atividade no 2º trimestre pode ser o gatilho para isso.

Gráfico 6

Cenário Macroeconômico					
Variáveis	2021	2022	2023	2024p	2025p
<b>PIB (% a.a.)</b>	5,00	2,90	2,90	<b>2,50</b>	<b>2,00</b>
<b>IPCA (% a.a.)</b>	10,10	5,80	4,62	<b>4,00</b>	<b>3,75</b>
<b>Selic (% a.a. final de ano)</b>	9,25	13,75	11,75	<b>9,25</b>	<b>9,25</b>
<b>Câmbio (R\$/USD final de ano)</b>	5,58	5,22	4,84	<b>4,90</b>	<b>5,00</b>
<b>Resultado Primário (% PIB)</b>	0,70	1,28	-2,30	<b>-0,75</b>	<b>-0,50</b>
<b>Dívida Bruta / PIB (% PIB)</b>	77,3	71,7	74,3	<b>76,3</b>	<b>79,1</b>

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

# Cenário Macroeconômico

## Internacional

Após a pandemia, o processo de desinflação global tem sido marcado por dois estágios.

No seu primeiro, a reversão dos choques de oferta devido à desorganização das cadeias de suprimentos, dos aumentos de custos de transportes e do recuo dos preços das commodities agrícolas contribuíram para a desaceleração da inflação. Na segunda fase, que requer que a demanda desaqueça e o mercado de trabalho fique mais equilibrado, a velocidade da desinflação é mais incerta e lenta — o que demanda cautela dos Bancos Centrais.

Nesse contexto, a inflação americana se encontra no segundo estágio e segue desacelerando gradualmente frente aos sinais mistos de dinamismo da atividade e acomodação do mercado de trabalho. O núcleo do PCE recuou de 2,9% para 2,8% na variação acumulada em 12 meses até fevereiro, confirmando as expectativas que fatores sazonais pressionaram a inflação no início do ano.

O núcleo de serviços, que exclui os gastos com moradia, registrou moderação com a alta anual passando de 3,5% em janeiro para 3,3% em fevereiro. **Avaliamos que, após o início do ano pressionado, os dados de inflação deverão convergir para variações no intervalo entre 0,1% e 0,2% ao mês.** Este movimento permitirá que a variação acumulada em 12 meses do núcleo do PCE recue de 2,8% para cerca de 2,4% em junho desse ano.

A atividade americana tem surpreendido positivamente no início do ano, com consumo ainda robusto — em especial de serviços — e os investimentos se recuperando. Por outro lado, o mercado de trabalho tem sinais de acomodação com menor ritmo de abertura de vagas, moderação da alta dos salários e elevação da taxa de desemprego.

O cenário de pouso suave da economia americana segue o mais provável. A projeção do crescimento do PIB de 2024 foi revisada de 1,7% para 2,1%. Apesar da resiliência da economia, mantemos o cenário de redução de juros pelo Fed a partir de junho devido à trajetória esperada de desacelera-

ção da inflação e à intensificação da moderação do mercado de trabalho.

Na China, a confiança se recuperou em março e reforçou nosso cenário de crescimento acima do consenso do mercado. O PMI da indústria chinesa superou o patamar de expansão e atingiu 50,8 pontos em março, com melhora da produção e das novas ordens.

O PMI da construção também teve forte alta, indicando que os investimentos em infraestrutura estão acelerando e deverão compensar a contração dos investimentos imobiliários no país.

Os comunicados mais recentes do governo e do Banco Central chinês indicam que novas medidas de estímulo deverão ser implementadas. Esperamos que o Banco Central reduza novamente o compulsório e as taxas de juros nos próximos meses. A economia chinesa deverá crescer 4,8% em 2024, ficando acima do consenso do mercado — que projeta crescimento de 4,6%.

## Brasil

Os dados do mercado de trabalho surpreenderam positivamente em fevereiro, com forte abertura de vagas e aceleração dos ganhos reais de salários — impulsionando a massa salarial para níveis recordes. O ritmo de abertura de vagas tem-se mantido em torno de 140 mil vagas na média móvel de 3 meses até fevereiro, números compatíveis com a geração de 1,7 milhão de vagas em termos anualizados.

A taxa de desemprego também recuou no início do ano e atingiu 7,6% em fevereiro, quando corrigimos para a sazonalidade do período. Essa melhora está ligada principalmente ao emprego formal, que cresceu na indústria, construção civil e comércio.

Os salários também estão refletindo o mercado de trabalho aquecido, e registraram ganhos reais de 4,3% em fevereiro na comparação anual. A expansão do emprego juntamente com a alta dos salários resultou no crescimento da massa salarial, que atingiu o patamar máximo da série em fevereiro.

A dinâmica mais favorável do emprego tem-se refletido na resiliência do consumo, que deverá ser beneficiado também pela expansão das linhas de crédito e redução das taxas de juros das mesmas.

O mercado de trabalho robusto se soma aos dados da indústria, varejo e serviços já divulgados de janeiro e reforçam a nossa expectativa de crescimento de 0,8% na margem no 1º trimestre desse ano. A nossa projeção de crescimento para o PIB brasileiro 2024 segue acima do consenso: estimamos um crescimento de 2,5% para a economia nacional.

A inflação teve uma dinâmica mais pressionada no início do ano e o comportamento da inflação de serviços confirmou a necessidade de cautela na condução da política monetária. Os reajustes de educação, combustíveis e o choque de alimentos foram os responsáveis pela pressão observada no IPCA em janeiro e fevereiro, embora boa parte dessa dinâmica era esperada pela sazonalidade do período.

Por outro lado, o comportamento do núcleo de serviços, que acelerou o ritmo de alta no início do ano e atingiu 5,1% no acumulado em 12 meses até fevereiro, reforçou a cautela em relação ao impulso adicional que a política monetária pode dar a economia.

Essa preocupação foi confirmada pela comunicação recente do Banco Central. O Bacen alterou a sinalização futura sobre a manutenção do ritmo atual de 50 p.b. para somente uma reunião à frente. Avaliamos esse movimento como correto, dado a elevação das incertezas do cenário.

O Banco Central deverá seguir reduzindo a taxa Selic até 9,25% a.a., com manutenção do ritmo de cortes de 50 p.b. nas reuniões de maio e junho. A discussão sobre a mudança de ritmo dos cortes de juros, que constava na ata da última reunião do Copom, indica que o comitê poderá optar por uma condução mais parcimoniosa da taxa de juros ao se aproximar do final do ciclo de cortes.

**Desta forma, revisamos a expectativa do último corte de 50 p.b. em julho para dois cortes de 25 p.b. nas reuniões de julho e setembro, mantendo a mesma taxa Selic terminal de 9,25% a.a.**

No cenário fiscal, as surpresas positivas de arrecadação do início do ano permitiram ao governo revisar a expectativa de resultado primário de um superávit de 0,1% do PIB para um déficit de 0,1% do PIB. Essa revisão não requer a mudança da meta de resultado primário zero desse ano, pois a meta permite uma banda de flutuação do resultado até o déficit primário de 0,25% do PIB.

Apesar da postergação da mudança, mantemos a expectativa de que a meta deverá ser revisada devido à subestimação das despesas e a dificuldade de manter o ritmo de crescimento de 6,0% em termos reais da arrecadação observado no início de 2024. Mantemos a projeção de déficit primário de 0,8% do PIB para 2024, com a dívida bruta subindo 2 p.p. e atingindo 76,3% do PIB.

As contas externas são o fundamento mais favorável da economia, com forte superávit na balança comercial e déficit em conta corrente em patamar baixo. No primeiro bimestre desse ano, o déficit em conta corrente, que resume as necessidades de dólares da economia, atingiu US\$ 24,7 bilhões (1,1% do PIB), ante um déficit de US\$ 52,3 bilhões (2,6% do PIB) no acumulado em 12 meses até fevereiro de 2023. Houve nesse período uma queda substancial do déficit — explicada pelo superávit da balança comercial e a menor remessa de lucros e dividendos.

A projeção para o saldo comercial de US\$ 79,6 bilhões resultará em déficit em conta corrente de US\$ 32,4 bilhões (1,4% do PIB). O financiamento desse déficit em conta corrente ocorrerá pela entrada de US\$ 75 bilhões de investimentos diretos na economia.

Considerando esse quadro favorável das contas externas e o enfraquecimento do dólar frente às principais moedas com a redução de juros pelo FED, avaliamos que a taxa de câmbio poderá apreciar nos próximos meses para o patamar próximo de R\$ 4,70 por dólar. Nas nossas projeções, a moeda norte-americana deve terminar o ano cotada em torno de R\$ 4,90.



## Ações

Primeiramente, devemos admitir que o primeiro trimestre de 2024 foi bem diferente do que imaginávamos para a Bolsa. Nossa expectativa era que o 1T24 fosse marcado por um desempenho positivo dos ativos de risco no Brasil, principalmente os índices acionários. Na contramão destas projeções, o desempenho foi negativo: o Ibovespa teve uma retração de 4,5% no período, enquanto o índice Small Cap caiu 4,2%. Aproveitando esse final de trimestre, vamos fazer um balanço daquilo que consideramos relevante.

O fim do primeiro trimestre do ano trouxe consigo o final da temporada de resultados do quarto trimestre de 2023. Conforme comentado em nossos informes semanais, temos uma visão ligeiramente positiva sobre a temporada, mas com tendências que devem ser intensificadas nas próximas divulgações — que devem, conseqüentemente, confirmar nossas expectativas de um 2024 de fortes lucros na Bolsa.

Já em abril, teremos o início da temporada de balanços do 1T24. A expectativa é que, com esses números, poderemos ter uma melhor percepção sobre nossas estimativas.

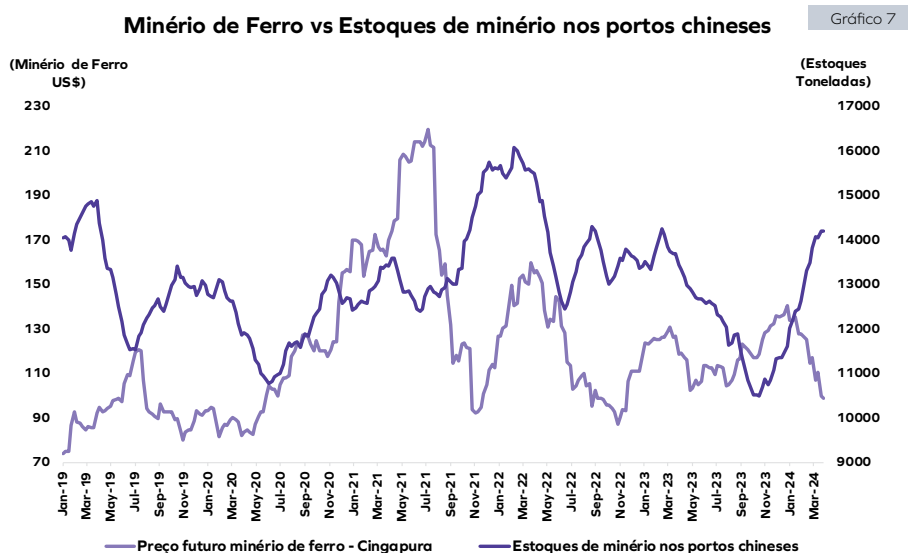
Sobre a performance dos ativos de risco, em nossa sessão de Estratégia e Cenário tivemos uma abordagem de fatores macros que ajudam a explicar a performance do Ibovespa nos primeiros meses do ano. No entanto, gostaríamos de aprofundar essa contextualização com dois pontos que julgamos importantes.

A dinâmica da precificação do mercado sobre a evolução da Política Monetária nos EUA teve um peso que não podemos descartar no desempenho do Ibovespa. Apesar de os eventos estarem precificados ao final de 2023 — cortes a partir de março nos pareciam pouco prováveis —, não colocamos o devido peso na reação do mercado para a confirmação desse cenário.

Trabalhamos com um cenário onde, apesar das apostas embutidas, a não confirmação desse corte não seria responsável por um movimento de profit taking no mercado Brasileiro. A China foi outra “vilã”. As dúvidas sobre a recuperação de seu setor de Incorporação e os impactos dessa recuperação no crescimento da economia do país acabaram pesando para as commodities metálicas em geral.

Pegando o gancho em commodities metálicas, gostaríamos de discorrer um pouco sobre a Vale. A empresa, com 12,1% de peso no IBOV, tem sofrido com (i) desvalorização do minério de ferro (ii) pressões políticas (iii) volta das discussões e aberturas de processo envolvendo as tragédias de Mariana e Brumadinho.

A correção do minério era algo que esperávamos, uma vez que existe uma sazonalidade muito forte no mercado da commodity. A China costuma aumentar sua demanda no último semestre de cada ano, com queda da mesma durante os primeiros seis meses do ano seguinte. O gráfico abaixo ilustra esse comportamento:



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Gráfico 8

O que não esperávamos era a volta de pressões dentro do processo decisório da companhia, que acabaram dificultando a condução do processo de escolha do CEO. Com uma solução tampão sendo a saída encontrada, o atual CEO fica até o final de 2024 com um novo executivo assumindo em 2025.

Apesar do barulho, a solução dá tempo para uma decisão menos afoita. Além disso, os nomes que foram indicados até agora nos trazem esperança de que o próximo indicado para tocar a mineradora será um executivo com credibilidade.

Por último, temos as multas. Esta é o item onde temos maior dificuldade de quantificar quais serão as consequências destes eventos de ordem jurídica. Em nossos modelos, porém, temos simulado cenários de stress e ainda sim — de acordo com as informações disponíveis — temos confiança na capacidade da Vale em gerar resultados mais do que suficientes para pagar passivos adicionais e manter uma remuneração satisfatória dos acionistas.

Os fatos comentados acima tiraram o brilho de um balanço que julgamos ter sido bastante positivo. Um de nossos receios com a companhia era a sua dificuldade de voltar a operar em um patamar de excelência operacional, visto a dificuldade grande de entregar seus guidances de produção e um custo caixa de extração do minério de ferro bem acima de sua média histórica.

Uma empresa que produz commodities tem como seu principal mecanismo de defesa ser eficiente, o que se traduz em menor custo e consequentemente maior rentabilidade ante seus pares. O resultado do 4T23 trouxe exatamente isso para mesa: a Vale voltou a entregar um aumento relevante de produção e, principalmente, reduzindo seu custo caixa. Com os números divulgados, estamos muito mais confortáveis com uma exposição em Vale (VALE3) hoje, já que entendemos que commodities tem seus ciclos e estes são determinados por fatores exógenos. A companhia, desta forma, controla apenas seus níveis de eficiência — e voltamos a ver isso por parte da empresa.

Nós resolvemos aprofundar essa discussão sobre Vale pois entendemos que é uma companhia que tem bastante aderência em nossa base, com muitos de nossos clientes tendo posição na mineradora.

De maneira mais ampla, como comentado anteriormente, continuamos com uma cabeça construtiva para o crescimento dos lucros das empresas que compõem os Índices

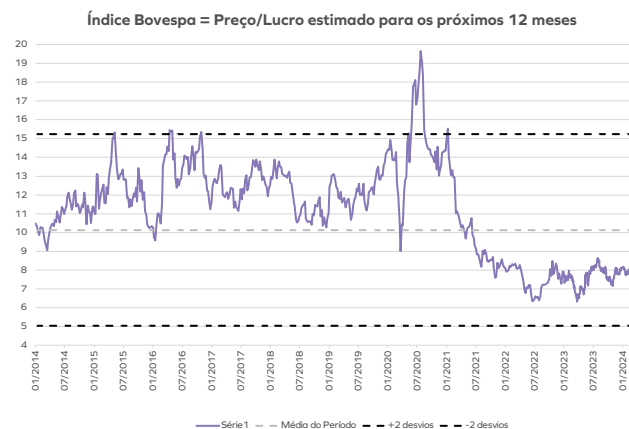


Gráfico 9

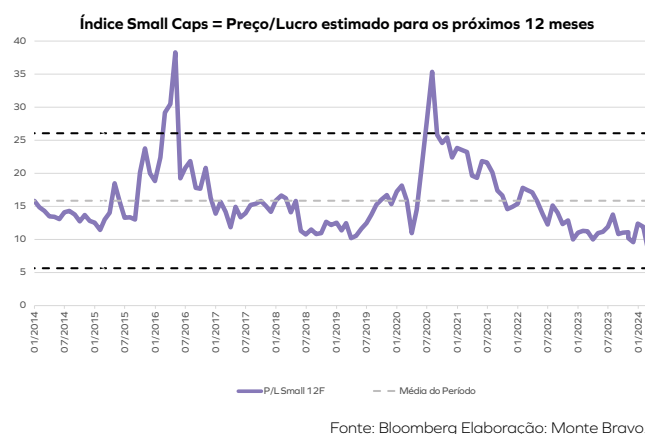
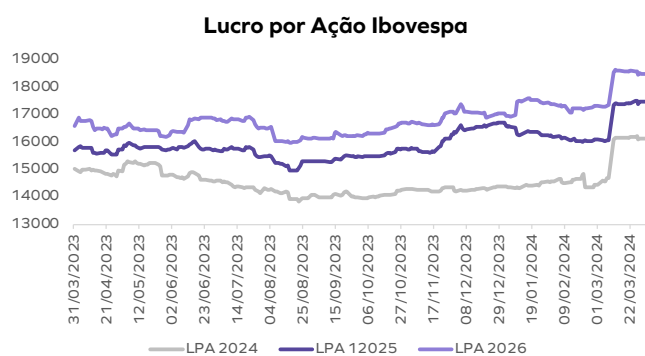


Gráfico 10



de Ações Brasileiras. Isso nos deixa bastante confortáveis em reafirmar que estamos confiantes em sugerir aos nossos clientes para carregarem uma exposição maior que a habitual em Renda Variável ao longo de 2024.

## Fundos Imobiliários

O IFIX, principal índice de fundos imobiliários do Brasil, fechou o primeiro trimestre de 2024 com valorização de 2,92% — movimento bastante superior aos outros índices de Renda Variável e inclusive superior ao CDI acumulado no período (2,62%). A alta do IFIX foi impulsionada por fundos das mais variadas classes, com destaque para os Fundos de Recebíveis e Logística.

Nas primeiras cartas mensais, comentamos sobre a nossa preferência por uma carteira diversificada. Consideramos interessante a exposição tanto em Fundos de Tijolos que se beneficiaram com o fechamento da curva de juros — melhorando a relação entre o CDI e os dividendos pagos pelos fundos — e outras dinâmicas micro de cada segmento.

Porém, também era um bom momento para carregar Fundos de Recebíveis, pois muitos estavam sendo negociados com descontos relevantes sobre o Valor Patrimonial. Tínhamos ainda um cenário de inflação mais elevada para os primeiros meses do ano, uma sazonalidade normal, que possibilitaria o pagamento de dividendos mais elevados.

Nossas projeções se concretizaram, com a performance dos FIs de Recebíveis tendo uma performance interessante durante os primeiros meses de 2024. Após esse ligeiro rally, voltamos a ter uma preferência neutra entre as classes, não temos observado nenhuma arbitragem e agora enxergamos a alocação com as mesmas características.

Continuamos vendo o mercado de ativos bastante movimentado com diversas transações nas mais diversas classes. Os FIs de Shopping — que continuam em sua campanha de alocação e de novas emissões — aparecem em destaque no momento.

O segmento de Lajes Corporativas continua apresentando bons resultados operacionais. A maioria dos ativos que acompanhamos de perto tem conseguido fazer um excelente trabalho na redução de sua vacância e aumento do aluguel cobrado por m<sup>2</sup>.

Ainda conseguimos encontrar alguns ativos que tem “compra” de vacância interessante, porém esses ativos estão fora do eixo da Faria Lima e tem um trabalho mais desafiador, com o time de gestão tendo que adotar uma carência maior ou ser mais criativo. Neste cenário, o que alguns gestores têm feito é entregar lajes mobiliadas e prontas para uso, ambas estratégias têm sido bem-sucedidas.

Continuamos com nossa tese de que o ano de 2024 deve ser bastante positivo para os Fundos Imobiliários. Os Fundos de Tijolo devem continuar sendo beneficiados pelo cenário de melhora de resultados — redução de vacância, aumento do aluguel por m<sup>2</sup>, venda de ativos não core — e pela queda da Selic, que vai possibilitar a compressão do cap rate, ou seja, vai tornar o carregamento dos dividendos mais atraente ante ativos atrelados ao CDI.

Ter uma carteira diversificada continua sendo nossa principal recomendação para todos os investidores — com foco, claro, em uma curadoria cuidadosa dos gestores.

## Renda Fixa

As curvas de juros futuras no mercado doméstico e internacional se mantiveram pressionadas ao longo de março e nesse início de abril. Esses movimentos refletem os dados de inflação e atividade melhores que o esperado nos EUA e as incertezas fiscais do cenário doméstico.

No cenário internacional, isso se refletiu nas dúvidas em relação ao início e o tamanho do ciclo de cortes pelo Fed. No cenário doméstico, a pressão de alta nos juros adveio da sinalização futura do ritmo de cortes pelo Bacen e do aumento das incertezas fiscais — fatores que se somaram à elevação das curvas de juros futuras americanas.

A curva de juros futuras doméstica segue precificando uma taxa de juros em torno de 9,75% a.a. ao final de 2024, como reflexo da mudança da orientação futura sobre a política monetária divulgada no comunicado da última reunião do Copom. Essa precificação embute um prêmio em relação ao nosso cenário de 9,25% a.a.

No caso dos EUA, o mercado diminuiu a convicção em relação ao início do ciclo de cortes na reunião de junho desse ano e a respeito do orçamento total de cortes até dezembro. Após discursos recentes de diretores e do presidente do Fed — que indicaram não haver pressa para iniciar os cortes de juros e que é preciso elevar a confiança na convergência da inflação para a meta de 2,0% a.a., — o mercado reconsiderou suas projeções para os juros nos EUA.

Atualmente, juros futuros estão com cerca de 68% de chance de corte em junho e somente 70 p.b. de cortes até dezembro, abaixo da última projeção do Fed em março — O BC americano projetou 75 p.b. de cortes até o final desse ano.

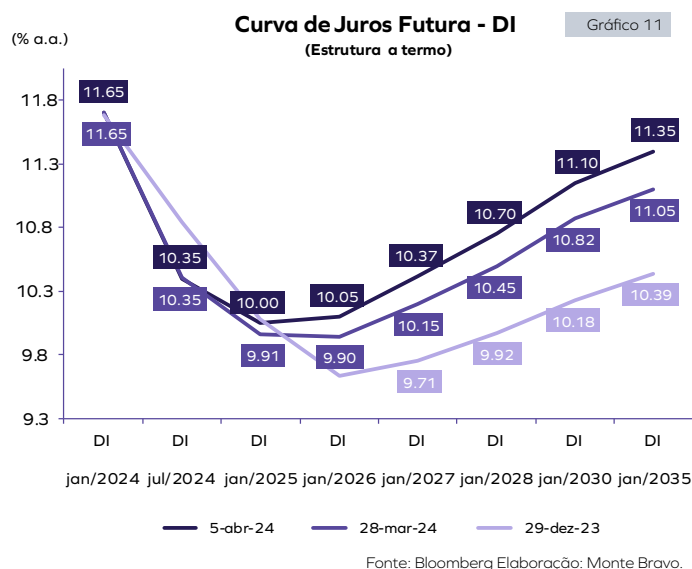
Considerando que não alteramos o cenário de juros tanto em relação ao Fed quanto ao Copom, após o movimento recente da curva de juros, o mercado passou a ter prêmios atrativos frente a esse cenário.

No mercado doméstico, a renda fixa possui prêmios em especial na parte mais longa da curva de juros. Isto porque, com uma taxa Selic de 9,25% a.a., as taxas longas têm potencial de gerar ganhos de capital relevantes.

Além disso, a alta das taxas de juros de longo prazo dos EUA — que aproximou as treasuries de 10 anos do patamar de 4,50% a.a. — e as incertezas fiscais seguem impactando os cupons dos títulos indexados à inflação de prazo mais longo.

Os cupons das NTN-Bs de longo prazo voltaram a se aproximar de 6,0% a.a., o que a nosso ver não é um equilíbrio sustentável do ponto de vista fiscal, configurando um prêmio considerável em relação ao nosso cenário.

Mantemos a avaliação que esses cupons têm um potencial de convergir para taxas em torno de 5,0% a.a. no segundo semestre caso seja confirmado o cenário base, o que geraria um ganho de capital interessante nesses títulos (ágio). Isto, juntamente com o carregamento do cupom dos papéis e da correção do indexador (IPCA) deverá resultar em ganhos acima do CDI médio do ano, que projetamos em 10,1% a.a.



Seguimos avaliando favoravelmente os créditos privados com boa avaliação de rating e que pagam prêmio sobre o benchmark, seja 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, pois 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.



## Glossário

O IMA – 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.

O 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.

Pré de 5 anos é o benchmark dos títulos públicos prefixado sem cupom com vencimento fixo de 5 anos.

O IDA-liq é o Índice de Debêntures Anbima Liquidez e serve como referência para acompanhar o mercado de debêntures líquidas.

Magnificente 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

## Alexandre Mathias

Estrategista-Chefe  
e Head do Research

## Bruno Benassi

Analista de Ativos  
CNPI: 3931

### Disclaimer

Este relatório foi elaborado pelo departamento de Research da Monte Bravo Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A (Monte Bravo), em conformidade com todas as exigências da Resolução CVM 20/2021. Seu propósito é fornecer informações destinadas a auxiliar o investidor na tomada de suas próprias decisões de investimento, não constituindo qualquer oferta ou solicitação de compra e/ou venda de qualquer produto. A Monte Bravo não assume responsabilidade por decisões tomadas pelo cliente com base neste relatório. A rentabilidade de produtos financeiros pode variar, e seu preço ou valor pode flutuar em curtos períodos. Desempenhos passados não garantem resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. As informações neste material são baseadas em simulações, e os resultados reais podem diferir significativamente. A Monte Bravo isenta-se de responsabilidade por prejuízos diretos ou indiretos decorrentes do uso deste relatório ou seu conteúdo.

Os produtos apresentados podem não ser adequados para todos os tipos de clientes. Antes de tomar decisões, os clientes devem realizar o processo de suitability e confirmar se os produtos apresentados são indicados para seu perfil de investidor. Cada investidor deve tomar decisões de investimento independentes após analisar cuidadosamente os riscos, taxas e comissões envolvidas.

Os analistas responsáveis por este relatório declaram que as recomendações refletem exclusivamente suas análises e opiniões pessoais, produzidas de forma independente em relação à Monte Bravo. Essas recomendações estão sujeitas a modificações sem aviso prévio devido a alterações nas condições de mercado, e a remuneração dos analistas é indiretamente influenciada por receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pela Monte Bravo. A empresa pode realizar negócios com empresas mencionadas nos relatórios de pesquisa, o que implica a possibilidade de conflito de interesses que poderia afetar a objetividade do relatório. Os investidores devem considerar este relatório como um dos fatores na tomada de decisão de investimento.

Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído, total ou parcialmente, para qualquer pessoa ou propósito, sem o prévio consentimento por escrito da Monte Bravo. A Monte Bravo não aceita responsabilidade por ações de terceiros relacionadas a este relatório.

O SAC é o serviço de atendimento ao cliente, e o telefone de contato é 0800 715 8057. Caso o cliente não esteja satisfeito com a solução apresentada para seu problema, a Ouvidoria da Monte Bravo deve ser acionada.