

montebravo

Carta mensal

Rally dos ativos virá com cortes do Fed no 2º semestre

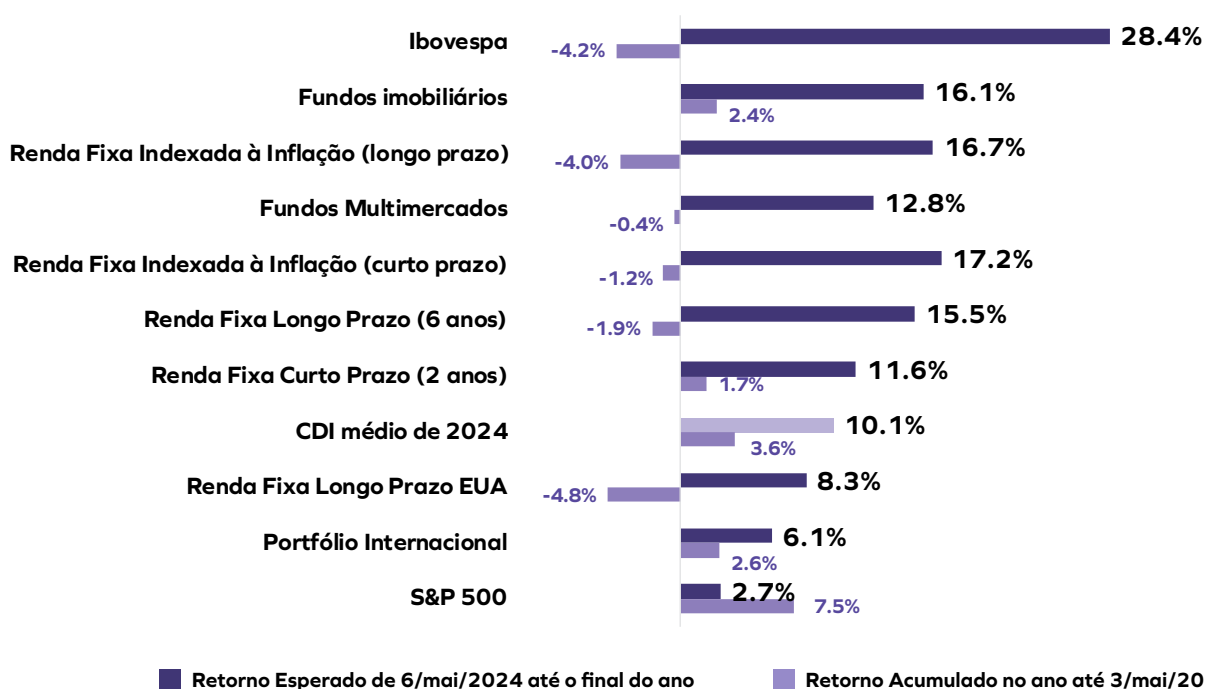
Cenário segue favorável para os ativos de risco, mas rally mais forte virá com cortes do Fed no 2º semestre

Perspectiva para os investimentos em ativos brasileiros em 2024 segue favorável, mas incerteza em relação à desinflação atrasou os cortes nos EUA, postergando o rally.

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
155.000 Pontos	Carregamento \approx CDI + Ganho de Capital	Reduzir Pós para Aumentar IPCA e Pré (pp via Crédito)	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: ajustando os cenários

Perspectiva para os investimentos em ativos brasileiros segue favorável, mas incerteza em relação à desinflação nos EUA atrasou os cortes do Fed, o que postergará um rally mais consistente para o 2º semestre.

O curso de uma desinflação raramente é suave e linear. Nos EUA, depois de um 4º trimestre extraordinariamente benigno em 2023, o núcleo do PCE — índice que o Federal Reserve (Fed) usa como alvo — ficou mais alto do que o esperado no 1º trimestre de 2024.

Após cair para uma média de 1,9% ao mês em termos anualizados no 2º semestre de 2023, abaixo da meta de 2%, o núcleo do PCE reacelerou para uma média de 4,4% em termos anuais no 1º trimestre de 2024 – mantendo o nível de 2,8% no acumulado dos últimos 12 meses.

Ao mesmo tempo, a economia americana seguiu robusta, reforçando as preocupações com a convergência da inflação. **À medida que os dados frustraram a expectativa, o mercado revisou a trajetória dos juros.** No final do ano passado, os futuros de juros chegaram a projetar sete cortes nos Fed Funds (taxa base dos EUA) em 2024. Esta perspectiva fez a taxa do título do Tesouro de 10 anos terminar o ano em 3,88%, enquanto o título de 2 anos fechou em 4,25%.

Depois de um 1º trimestre em que a economia norte-americana seguiu resiliente e com uma inflação persistente, o mercado reavaliou as expectativas e reduziu o total de cortes de mais de 175 p.b. para menos de 40 p.b. no ano.

A revisão provocou um aumento de cerca de 75 pontos base nas taxas de juros dos títulos do governo dos EUA desde a virada do ano. A taxa do título do Tesouro de 2 anos fechou abril em 4,95%, enquanto a taxa de 10 anos ficou em 4,65% (gráfico 3).

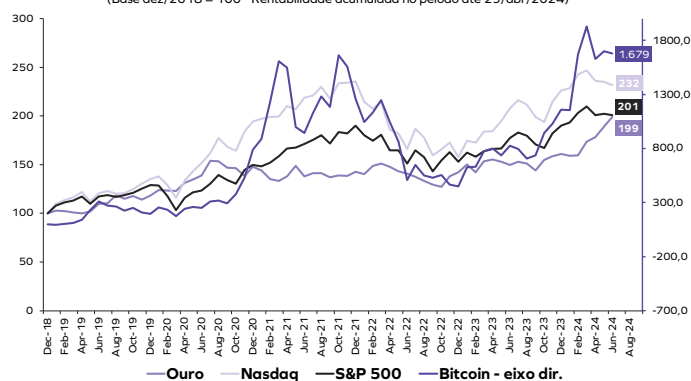
Os fluxos foram para os EUA, num movimento magnificado pela divergência nos ciclos, pois a maioria dos países está desacelerando e cortando ou prestes a cortar juros. **Além de fortalecer o dólar norte-americano, a alta dos juros nos EUA derrubou os ativos de risco no mundo inteiro.**

Assim, **o aumento da incerteza sobre a trajetória da inflação e dos juros nos EUA nos obriga a revisar os cenários e a ajustar a expectativa de retorno dos ativos em 2024.**

Apesar do impacto da turbulência global sobre a taxa de câmbio, o regime de metas de inflação prescreve que o Copom reaja aos desvios da inflação em relação à meta — e não ao diferencial de juros externos.

Ativos - S&P 500, Nasdaq, Ouro e Bitcoin

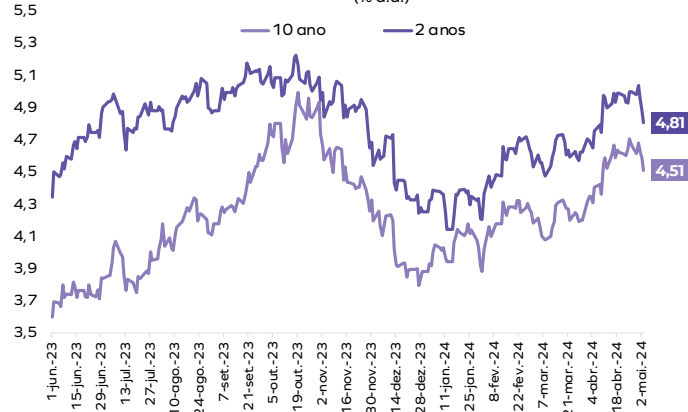
(Base dez/2018 = 100 Rentabilidade acumulada no período até 29/abr/2024)



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Treasuries 2 e 10 anos

(% a.a.)



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Desta forma, mesmo diante do cenário externo mais adverso, **o Copom tem espaço para seguir cortando os juros**. Todavia, diante da alta do dólar, do aumento da incerteza fiscal e de uma demanda interna mais robusta; **os diretores do BC devem optar por reduzir o ritmo de cortes para 25 p.b. já na reunião de maio**.

O mote do Copom deve ser “ir mais devagar permite ir mais longe” e, **assim, a Taxa Selic seguirá em queda no ritmo de 25 p.b. até 9,50% a.a. em novembro**.

No **cenário base da Monte Bravo, Inflação Convergente**, para o qual atribuímos **65% de chance**, haverá uma desaceleração nos EUA ao longo do 2º trimestre e o núcleo da inflação cairá para 2,50% em junho, o que permitirá ao Fed cortar os juros três vezes a partir de setembro.

Com a inflação na trajetória da meta no próximo ano, o Fed poderá seguir cortando, levando os Fed Funds até 3,75% em 2025. Isso vai recriar uma dinâmica favorável para os ativos de risco similar ao último bimestre de 2023 quando o Ibovespa subiu quase 20% pois, nesse cenário, **as taxas de 10 anos terminariam o ano em torno de 4,00%**.

Portanto, o cenário base traz juros mais altos e dólar mais forte por pouco tempo, ao contrário da visão “Higher for longer” (juros altos por mais tempo) que dominou o mercado.

Mantivemos como cenário dominante uma visão que o mercado parece ter abandonado porque **identificamos fatores que farão o núcleo do PCE retomar a tendência de desinflação**.

Em primeiro lugar, os Fed Funds somente chegaram a atual faixa – de 5,25% a 5,50% – em julho de 2023. Se considerarmos a defasagem usual de 9 a 12 meses, seria esperado que os efeitos realmente só apareçam de maneira mais clara a partir de agora.

Além disso, analisando a abertura do núcleo do PCE, entendemos que os itens que impulsionaram a alta apresentam perspectivas benignas para o restante do ano, pois parte da pressão veio de componentes transitórios — seguros de automóveis, viagens internacionais e componentes financeiros — que devem perder força, ao passo que o item habitação deve ter uma contribuição desinflacionária crescente.

A recente força do dólar deve abater os preços dos bens e reduzir os custos das viagens ao exterior. Enquanto serviços financeiros devem perder força depois de um pico associado

à alta das ações ao passo que os seguros de autos devem refluir à medida que o choque de custos da pandemia sobre os automóveis nas renovações anuais for ficando para trás.

Por fim, o item habitação deve se constituir em uma fonte contínua de desinflação nos próximos dois anos, pois a metodologia do PCE captura de forma gradual e defasada uma queda de custos habitacionais que já está ocorrendo.

Se tudo isso se confirmar, a média mensal anualizada do núcleo do PCE retornará a 2,2% nos próximos meses, levando a taxa anual dos atuais 2,8% para perto de 2,5% em meados do ano — o que obrigaria o Fed a reduzir os Fed Funds para não apertar passivamente os juros reais.

O comunicado da reunião de 1º de maio do Fed ressaltou a “falta de progresso adicional” em trazer a inflação para o objetivo de 2%, mas trouxe uma melhora no balanço de riscos ao considerar que “se movimentaram para um equilíbrio melhor ao longo do último ano”. Assim, o Fed manteve um viés de baixa, condicionado ao cenário de redução da inflação.

Na entrevista após a reunião, o presidente do Fed Jerome Powell disse que o próximo movimento dependeria dos dados, mas que um aumento dos juros é improvável.

O cenário base do Fed, da mesma forma que o cenário base da Monte Bravo Corretora, projeta uma redução do núcleo da inflação no restante do ano.

Em sua análise, **Powell manteve a previsão de que “a inflação vai diminuir (...)** Os dados desde dezembro mostraram uma inflação de bens maior do que o esperado e uma inflação de serviços não habitacionais maior do que o esperado”. Concluiu, porém, que **“continuo a esperar que a inflação de serviços habitacionais recue ...** Acreditamos que (a atual postura da política monetária) é restritiva. E, há evidências disso... no mercado de trabalho... nos gastos, onde a demanda diminuiu ... e isso é efeito de política monetária.”

Mesmo mantendo um viés construtivo, diante de uma atividade econômica e de um mercado de trabalho fortes e de três leituras de inflação frustrantes, ele reconheceu que vai demorar mais para ter a confiança para começar o afrouxamento monetário. Esta postergação do início dos cortes nos EUA para o 2º semestre atrasa a largada para a alta dos ativos de risco no mundo.

Os juros vão ficar mais altos por mais alguns meses, de modo que os preços dos ativos vão ter menos tempo para subir até

o fechamento do ano calendário. Por isso, a valorização dos preços até dezembro vai ficar pouco abaixo do que prevíamos antes, conforme a tabela abaixo.

Vale observar que, no cenário base, a tendência de alta seguirá ao longo do 1º trimestre de 2025, havendo um deslocamento de 3 ou 4 meses na dinâmica para os ativos brasileiros.

Contudo, se há razões para um certo otimismo, é preciso reconhecer que cresceu o risco de que a inflação permaneça resistente nos EUA. Por isso, também elevamos a chance do cenário Alternativo, Inflação Persistente, para 35%. Neste cenário, a economia americana não aterrissa e o núcleo da inflação se mantém em torno de 3%, o que impediria cortes em 2024. Neste cenário, as taxas de 10 anos oscilariam perto de 5,00% pelo restante do ano e os ativos de risco — no Brasil e no mundo — não teriam uma perspectiva positiva.

As variáveis críticas para saber qual cenário está se configurando são o núcleo da inflação ao longo do trimestre e os dados do mercado de trabalho e de atividade. O fluxo de dados nos próximos meses será decisivo para definir a tendência das taxas de juros e o mercado deve ficar volátil em torno das divulgações de dados de inflação, atividade e de mercado de trabalho.

Até que a tendência ganhe clareza, a recomendação — como sempre — é manter um portfólio diversificado de acordo com o horizonte e perfil de risco, enfatizando a necessidade de ampliar a exposição aos investimentos no exterior como forma de assegurar uma diversificação eficiente da carteira.

Visão sobre as principais classes de ativos:

Juros Brasil – Estão atraentes. O trecho curto da curva de juros ganhou muito prêmio com a turbulência externa e, agora, tem uma taxa Selic acima de 10% no final do ano, cerca de 70 p.b. acima do nosso cenário. O trecho longo ficou mais premiado face à abertura das curvas globais em linha com as Treasuries e à percepção de risco fiscal.

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

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

Ações Brasil – Nosso preço-alvo para o Ibovespa é de 155.000 pontos e as empresas brasileiras dos setores financeiro, de utilidades públicas, energia e consumo tem um potencial de valorização mais atraente.

Dólar – A sazonalidade favorável das exportações propicia condições para uma apreciação do Real, desde que o risco fiscal não atrapalhe.

Juros EUA – Apesar da volatilidade, nossa visão é de que as taxas dos títulos de 10 anos vão fechar o ano perto de 4% ao ano. Por isso, as aplicações pré-fixadas em USD 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&P500 e Nasdaq em território recorde, deixa a relação entre preços e lucros acima da média histórica, o que sinaliza uma atitude mais cautelosa.

Gráfico 4

Preços dos Ativos				Retornos (%)		Em 2024 (%)	
Ativos Globais	2023	2-mai.-24	2024p	2023	2024p	YTD*	YTGp*
US Treasury 10 anos (% a.a.)	3,88	4,58	4,00	3,9	3,0	-4,2	7,6
S&P 500	4.770	5.064	5.200	24,6	9,0	6,2	2,7
DXV	101,3	105,3	98,0	-2,1	-3,3	4,0	-7,0
Ativos Brasil							
Ibovespa	134.185	127.120	155.000	22,3	15,5	-5,3	21,9
Dólar	4,84	5,11	4,90	-8,5	1,2	5,6	-4,2
NTN-B 2045 (% a.a.)	5,54	6,22	5,25	18,4	12,7	-5,3	19,1

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

O desempenho da economia americana seguiu surpreendendo, com uma atividade robusta, mercado de trabalho aquecido e inflação persistente. Apesar da economia ter crescido 1,6% na margem no 1º trimestre, abaixo das expectativas do mercado, o consumo e o investimento cresceram 3,1% no mesmo período — evidenciando a robustez da demanda doméstica.

O mercado de trabalho também seguiu aquecido com a média móvel de 3 meses até março registrando 276 mil vagas abertas, o que manteve a taxa de desemprego estável em 3,8% na média do 1º trimestre e contrariou a expectativa de alta do desemprego para um patamar acima de 4,0%. Uma das razões para essa vitalidade do mercado de trabalho foi o aumento do fluxo de imigração ao longo de 2023, que atingiu o patamar de 3 milhões de pessoas. Essa forte imigração manteve a oferta de mão de obra elevada, o que encontrou uma demanda por emprego aquecida e contribuiu para conter os aumentos dos salários, que seguiram desacelerando e estão crescendo em torno de 4,0% ao ano — nível compatível com os ganhos de produtividade.

A dinâmica da inflação americana no 1º trimestre surpreendeu negativamente, com uma aceleração do núcleo do PCE ao longo do período que interrompeu a trajetória de queda da inflação acumulada em 12 meses até o final de 2023.

A inflação de serviços voltou a ficar pressionada no início do ano, mantendo estável em 4,0% na comparação anual até março. O núcleo de serviços registrou aceleração expressiva e passou de 2,2% no 4º trimestre de 2023 em termos anualizados para 5,5% no 1º trimestre desse ano. Essa dinâmica deveu-se a itens como seguro de automóveis e serviços financeiros, que em teoria não devem repetir a mesma intensidade de alta nos próximos trimestres.

A expectativa é que o núcleo do PCE desacelere nos próximos trimestres com os impactos favoráveis da diminuição dos custos de moradia e aluguéis juntamente com a menor pressão de bens devido ao fortalecimento do dólar. **O núcleo do PCE deverá recuar do patamar de 2,8% em março para 2,5% 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.**

No cenário alternativo, que é caracterizado pela inflação persistente, o núcleo do PCE não cederia ao longo do ano e se manteria em torno de 3,0% ao ano. Este cenário impediria que o Fed reduzisse a taxa de juros em 2024.

Na China, a economia cresceu 5,3% na comparação anual no 1º trimestre, com destaque para os investimentos em infraestrutura e na indústria. As medidas de estímulo estão tendo êxito em acelerar os investimentos — em especial nas províncias, que aumentaram a emissão de dívidas ao longo do 2º semestre do ano passado. A demanda externa também foi um fator positivo para o desempenho no 1º trimestre, com as exportações de veículos elétricos e produtos eletrônicos registrando forte crescimento. Com o resultado do 1º trimestre, revisamos nossa projeção de crescimento da economia chinesa de 4,8% para 5,0% em 2024.

Na Europa, a desaceleração da inflação e do seu núcleo, que atingiu 2,4% na variação acumulada em 12 meses até março, deverão permitir que o Banco Central Europeu (BCE) inicie o ciclo de corte de juros na reunião de junho. Os discursos mais recentes dos dirigentes do BCE têm enfatizado a melhora do cenário de inflação e o crescimento moderado das economias do bloco como razões para a flexibilização da política monetária.

Brasil

A economia segue com crescimento robusto, o que fica evidenciado pelo bom desempenho do mercado de trabalho no 1º trimestre. A economia registrou abertura de 719 mil vagas no acumulado do ano até março, ficando acima do ritmo de 536 mil vagas no mesmo período do ano passado. Os setores que se destacaram na abertura de vagas foram comércio e construção civil, reforçando a aceleração da demanda doméstica. Além disso, a taxa de desemprego seguiu desacelerando e atingiu 7,4% em março em termos dessazonalizados, sendo o menor patamar desde março de 2015.

Nesse contexto de mercado de trabalho aquecido, os salários têm crescido e os ganhos reais seguem elevados. Em março, os salários registraram alta de 4,0% em termos reais na comparação anual, o que — junto com o aumento da ocupação — resultou no crescimento de 6,6% da massa salarial real. O crescimento da massa salarial juntamente com

o aumento do crédito está sustentando o consumo, em especial, dos itens mais ligados ao crédito, como automóveis, eletrodomésticos e móveis.

O bom desempenho do mercado de trabalho, juntamente com os dados da indústria, serviços e comércio já divulgados, indicam que a economia deverá crescer 0,8% na margem no 1º trimestre — o que confirma nossa projeção anterior. A perspectiva para o restante do ano segue positiva com emprego em alta, crédito expandindo e queda da taxa de juros reais. Mantemos nossa expectativa de crescimento do PIB de 2,5% em 2024.

A inflação iniciou o 2º trimestre desacelerando como era previsto pela sazonalidade do período e pelo menor impacto de reajustes de alguns itens, como educação e transporte público. **O comportamento benigno dos núcleos de inflação e da inflação de bens reforça essa dinâmica favorável.** Por outro lado, o núcleo de serviços segue pressionado com inflação acumulada em 12 meses até abril em torno de 5,0%, reforçando a cautela na condução da política monetária num ambiente de mercado de trabalho aquecido.

O aumento da incerteza, nos cenários doméstico e global, sugerem que a estratégia mais eficiente nesse momento será moderar o ritmo de cortes para 25 p.b. nas próximas reuniões como forma de lidar com o balanço de risco assimétrico.

As razões para essa assimetria na avaliação dos riscos prospectivos do cenário de inflação surgem tanto de fatores globais quanto internos. No cenário internacional, a inflação mais pressionada e a economia resiliente colocaram em dúvida o início do ciclo de cortes pelo Fed — o que fortaleceu o dólar frente as principais moedas, incluindo o real. No cenário doméstico, as revisões das metas de superávit primário de 2025 e, em especial, de 2026 e a deterioração das expectativas de inflação de 2025 tornam o cenário mais incerto.

Além disso, a mudança recente de discursos dos dirigentes do Banco Central sinaliza que a incerteza se elevou e que a

assimetria do balanço de riscos deverá exigir cautela na condução da redução da taxa de juros. Diante disso, revisamos nosso cenário base, e passamos a prever cortes de 25 p.b. nas reuniões de maio em diante, de tal modo que a Taxa Selic terminal deverá atingir 9,50% a.a. em novembro desse ano.

Na apresentação do Projeto de Lei do Orçamento de 2025, o governo decidiu reduzir as metas de superávit primário de 2025 e 2026, que passaram de 0,5% e 1,0% para 0,0% e 0,5%, respectivamente. A redução da meta de 2025 de superávit para estabilidade já era esperada devido às dificuldades de elevar a arrecadação com o objetivo de acomodar o aumento de gastos previstos para próximo ano. Entretanto, a alteração da meta de superávit primário de 2026 não era esperada e demonstra que o compromisso com o ajuste fiscal fica em dúvida, pois a mudança reforça a percepção da dificuldade de conter o aumento de gastos. **Mantemos a expectativa de déficits primários de 0,8%, 0,5% e 0,3% em 2024, 2025 e 2026, respectivamente.** A ausência de resultado primário superávit nesse período resultará na elevação da dívida bruta de 71,7% em 2022 para 80,3% do PIB em 2026.

A mudança de percepção em relação ao início do ciclo de corte de juros pelo Fed e a mudança das metas de superávit primários de 2025 e 2026 impactaram a percepção de risco e provocaram a desvalorização do real frente ao dólar. Como parte do movimento deveu-se ao fortalecimento do dólar frente as principais moedas, avaliamos que o cenário base no qual o Fed deverá reduzir os juros ao longo do 2º semestre desse ano implicará em enfraquecimento do dólar até o final do ano.

Além disso, a boa performance da balança comercial, que registra saldo de US\$ 80 bilhões, e o déficit em conta corrente de US\$ 32,4 bilhões — que segue nos menores patamares históricos — são fatores favoráveis para a apreciação do real frente ao dólar. Apesar da depreciação recente do real, avaliamos que os fundamentos externos sólidos permitirão que a taxa de câmbio aprecie nos próximos meses, e termine o ano em torno de R\$ 4,90 por dólar.

Gráfico 5

Cenário Macroeconômico					
Variáveis	2021	2022	2023	2024p	2025p
PIB (% a.a.)	5,00	2,90	2,90	2,50	2,00
IPCA (% a.a.)	10,10	5,80	4,62	4,00	3,75
Selic (% a.a. final de ano)	9,25	13,75	11,75	9,50	9,50
Câmbio (R\$/USD final de ano)	5,58	5,22	4,84	4,90	5,00
Resultado Primário (% PIB)	0,70	1,28	-2,30	-0,75	-0,50
Dívida Bruta / PIB (% PIB)	77,3	71,7	74,3	76,3	78,7

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

Ações

Gostaríamos de utilizar esse espaço para trazer uma **atualização de nosso cenário e revisar os preços alvos para o Ibovespa no final de 2024**. Porém, antes de entrar nos detalhes, vamos abordar um pouco sobre a dinâmica dos ativos em abril.

O mês de abril foi novamente difícil para os ativos de risco brasileiros, com o Ibovespa caindo 1,7% no mês e acumulando -6,2% no ano. A queda — que não é pequena — esconde uma realidade ainda pior que foi “mascarada” pela performance positiva de empresas de commodities, com destaque para ações da Petrobras e da Vale.

Quando olhamos para o SMALL 11, índice de small caps que é menos concentrado e carrega mais empresas domésticas, a queda foi bem superior: com o mês tendo sido encerrado com queda de **7,76%, chegando a -11,5% no ano**.

A performance ruim para ativos de risco, diferente do que vinha acontecendo, não foi exclusividade brasileira. As bolsas de valores tiveram uma performance pobre ao longo de abril em quase todo o mundo. **A mudança de percepção sobre a condução da política monetária nos EUA** — que já vinha se desenhando e foi confirmada em abril — é a **principal responsável pelo mau humor dos investidores**.

Em nossas seções de Estratégia e Macro abordamos porque continuamos acreditando que a evolução desses indicadores nos próximos meses deve possibilitar ao Fed iniciar os cortes no começo do segundo semestre e que esse início de cortes será importante para o rally nos ativos de riscos.

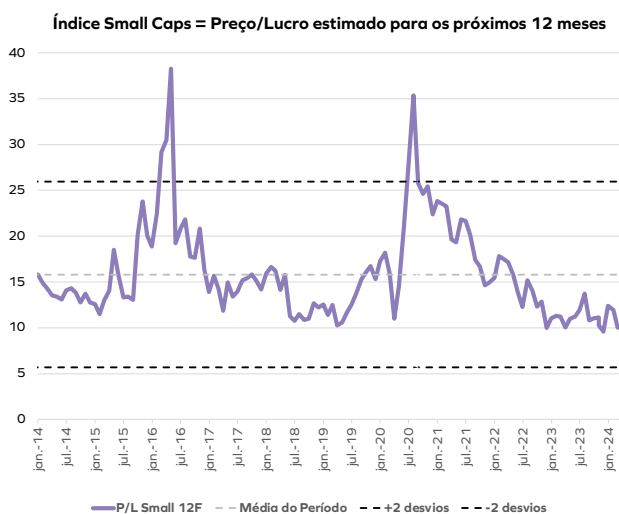
Caso esse cenário não se concretize, teremos um cenário alternativo com menor amplitude de valorização no Ibovespa. No entanto, esse cenário continua com menor probabilidade de realização.

Nosso cenário Base para o Ibovespa no final de 2024 é que o Índice será negociado em 155 mil pontos. Partindo das premissas que foram apresentadas nas outras seções, o que tivemos foi uma postergação do movimento de flexibilização nos EUA, que deverá acontecer nos próximos meses com em um processo que culminará em uma valorização de ativos de risco — entre eles, o Ibovespa.

Gráfico 6



Gráfico 7



Vamos discutir as premissas que embasam nossa tese. Contudo, a verdade é que parte importante de nossa revisão veio de um cenário macro que se desenvolverá de maneira mais moderada, com implicações de juros mais elevados por um período maior. Não temos uma visão negativa sobre a performance das companhias brasileiras — que devem acelerar seus resultados ao longo de 2024.

Então, como vocês podem ver na tabela abaixo, temos um crescimento do Lucro Por Ação do Ibovespa para 2025. Lembrando que o Lucro Por Ação do Ibovespa consiste no exercício de imaginar o índice como uma única empresa, com o lucro de cada um dos seus componentes somado resultando em um Lucro para o Índice.

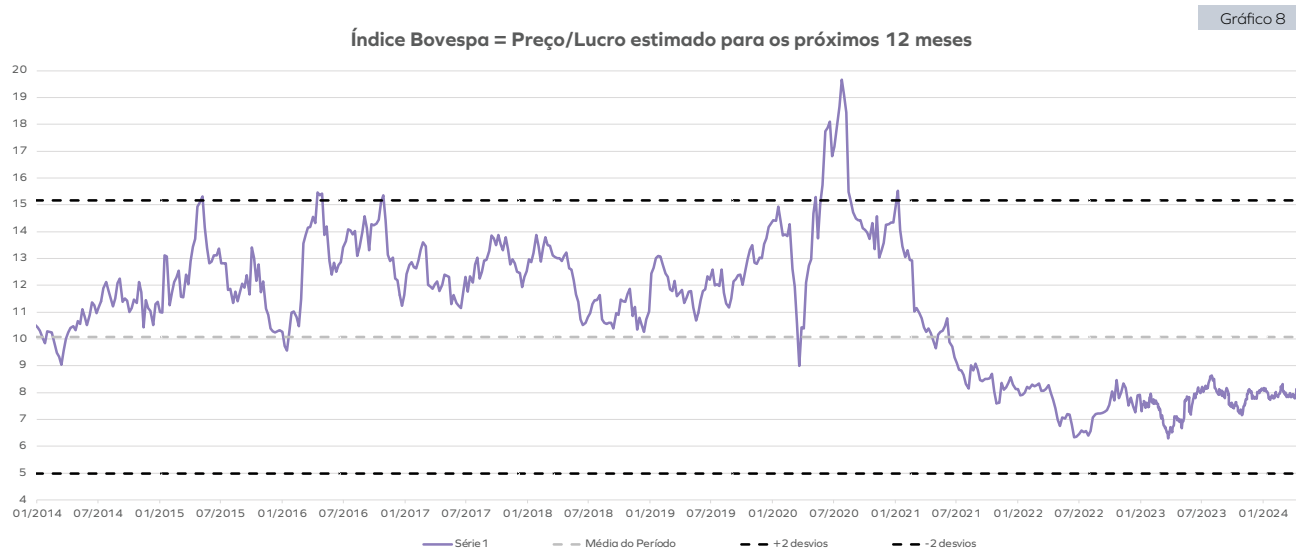
Conforme temos discutido, temos uma melhora nas perspectivas de crescimento do PIB e temos acompanhado as companhias reportando melhores resultados. Essa soma de fatores nos deixa confiantes que esse cenário projetado de lucros vai se concretizar. Atualmente, estamos trabalhando apenas com um cenário de múltiplo de saída, com esse múltiplo sendo 9X Lucro — um múltiplo que julgamos condizente com a melhora do cenário internacional e um cenário fiscal brasileiro não se deteriorando.

Cenários Ibovespa Base 2024	
	Base
Projeção LPA 2025 (R\$ / Ação)	17.143
Múltiplo - Preço / Lucro	9,0
IBOVESPA projetado por cenário	154.287,00

Em nosso cenário alternativo, temos o Ibovespa sendo negociado no final de 2024 nos 133 mil pontos. Como pode ser visto a seguir, o ajuste vem do múltiplo de saída, pois nesse cenário teríamos um cenário onde o Fed não corta os juros em 2024 e/ou um cenário de maior descontrole fiscal implicando em juros mais altos e consequentemente maior prêmio para carregar ações — e, quanto maior é esse prêmio, menor é o múltiplo de saída.

Cenários Ibovespa Alternativo 2024	
	Base
Projeção LPA 2025 (R\$ / Ação)	17.143
Múltiplo - Preço / Lucro	7,75
IBOVESPA projetado por cenário	132.858,25

Apesar da revisão de cenário, gostaríamos de reafirmar que continuamos construtivos com a nossa tese de que o atual momento é propício para a alocação em Bolsa. Não estar alocado pode fazer com o que o Investidor perca um ou dois meses muito bons para o Índice, que pode acabar custando uma boa parte da rentabilidade do ano.



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

Fundos Imobiliários

O IFIX, principal índice de fundos imobiliários do Brasil, fechou em abril seu primeiro mês de desvalorização em 2024. O índice recuou 0,77% no período.

A queda foi espalhada entre diversos ativos, mas com concentração maior em ativos de tijolo e uma performance ligeiramente mais positiva em Fundos de Recebíveis, principalmente os mais concentrados em CDI.

O mês foi de **forte pressão nas curvas de juros**, tanto o DI como o IPCA. Isso pode explicar um pouco a movimentação nos fundos de tijolo — apesar de, pessoalmente, não acreditar na tese em que o Investidor olha e compara seus ativos com títulos IPCA+ e/ou olhando o contrato do DI em 2031.

Entre os fatores que podem explicar melhor a dinâmica, temos (i) alguns ativos que começaram a sofrer com inadimplência e pedidos de RJ que afetam locatários — principalmente em Galpões Logísticos — e alguns fundos que começaram a diminuir suas distribuições porque receitas não recorrentes (vendas de ativos) deixaram de existir (ii) revisão de Selic para 2024 mais alta que no começo do ano.

Entendemos que os pedidos de RJ são parte do risco de investir em ativos da economia real, e vão ser responsáveis por algum “stress” na distribuição. No entanto, é importante lembrar que os ativos são propriedade do Fundo e normalmente existem contratos assinados com as locatárias que, além do imóvel, tem outras garantias. Após a resolução desse problema, esses ativos vão ser alugados novamente e a questão é entender se esses ativos são realmente bem localizados e tem apelo para serem recolocados ao mercado em preços interessantes.

Continuamos gostando de alocação em Tijolo, mas alguns dos pontos que estamos apresentando como pontos de atenção em nossas cartas parecem começar a se concretizar (i) término de não recorrentes da venda de ativos, e que vai acelerar conforme o seller-finance dos ativos for maturando (ii) compras potencialmente idealizadas em um cenário de vacância e aumento do aluguel por m² são difíceis de se concretizar.

Após as últimas emissões, é muito importante para os investidores ficarem atentos aos temas que estamos levantando (i) qualidade da alocação dos ativos (ii) tamanho do seller-finance contratado e a possibilidade dessa remuneração ser perpetuada.

Nos Fundos de Recebíveis, voltamos a ter uma ligeira preferência por CDI, uma vez que temos um call de Selic terminal ligeiramente mais alta e temos os próximos prints de inflação mais baixos. Estes fatores devem acarretar em distribuições menores dos fundos atrelados ao IPCA. Continuamos gostando de fundos em IPCA, porém talvez seja o momento de aproveitar novos aportes para os indexados ao CDI+.

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.

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 abril devido à mudança de percepção em relação ao início do ciclo de corte de juros pelo Fed. No cenário doméstico, essa pressão de alta nos juros ocorreu devido à mudança na sinalização futura do ritmo de cortes pelo BC e à revisão das metas de superávit primário de 2025 e 2026.

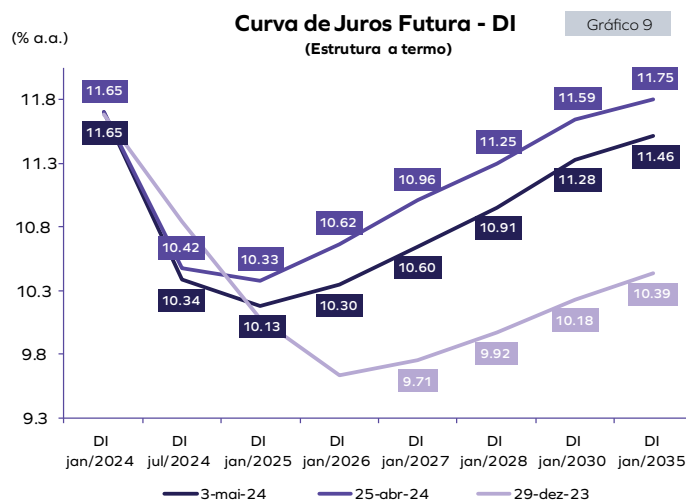
A curva de juros futuros doméstica sofreu um forte ajuste na parte curta e precifica que uma Taxa Selic terminal em torno de 10,25% a.a. em 2024, ou seja, somente dois cortes de 25 p.b. nas próximas reuniões. Essa precificação embute um prêmio em relação ao nosso cenário de 9,50% a.a.

No caso das curvas de juros futuras dos EUA, o mercado reduziu a convicção em relação ao início do ciclo de cortes esse ano e a respeito do orçamento total de cortes até dezembro. Após a sinalização na entrevista que sucedeu a reunião do FOMC — onde o presidente do Fed indicou que os dados recentes de inflação não contribuiriam para o aumento da confiança na convergência da inflação para a meta de 2,0% —, os juros futuros estão precificando cerca de 78% de probabilidade do início do ciclo de corte de juros em setembro e somente 45 p.b. de cortes até dezembro.

Considerando o cenário base de 3 cortes de juros pelo Fed até dezembro e a continuidade de reduções da Taxa Selic pelo Copom até 9,50% a.a. no final do ciclo, 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 não somente em relação ao nosso cenário, mas também ao movimento de redução de posição dos investidores nos últimos meses com o aumento da incerteza.

Os cupons das NTN-Bs de longo prazo superaram o patamar de 6,0% a.a., o que na nossa visão não é um equilíbrio sustentável do ponto de vista fiscal, configurando um prêmio considerável ante nosso cenário. Mantemos a avaliação que esses cupons têm um potencial de convergir para taxas em torno de 5,60% a.a. no 2º semestre confirmando-se o cenário base, o que geraria 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 projetamos em 9,8% a.a.

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 CDI, IPCA ou pré-fixado — em especial quando os títulos são isentos, 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.



Fonte: Bloomberg Elaboração: Monte Bravo.

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.

O deslocamento do cenário de redução de juros para setembro faz com que o início do rali nos preços dos ativos fique postergado por alguns meses.

À medida em que os dados mostrarem uma acomodação da atividade e um declínio da inflação, o mercado vai derrubar

a taxa de juros de 10 anos do tesouro dos EUA, o dólar vai enfraquecer e os ativos de risco vão subir.

Esta configuração tende a trazer de volta o fluxo estrangeiro, pois as ações brasileiras estão baratas — com múltiplos muito baixos perante o padrão histórico.

Nossa sugestão de alocação tem como foco um investidor com um horizonte longo, de no mínimo 3 anos, e que conheça seu perfil de risco e tolerância à volatilidade.

Gráfico 10

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	15,0	14,0
Renda Fixa Inflação	IMA-B	25,0	16,0	22,0	22,0
Multimercado	IHFA		15,0	6,0	4,0
Fundos Imobiliários	IFIX		14,0	15,0	16,0
Renda Variável	Ibovespa		14,0	22,0	25,0
Alternativos	Não possui		3,0	5,0	5,0
Internacional	60 Ações / 40 Bonds		7,0	10,0	12,0
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.

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.

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

O Índice Bovespa, mais conhecido como Ibovespa, é o 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.

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

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.