Relatório de Estratégia

Junho de 2024

Luiz Fernando Araújo, CFA

Alexandre Brito, CFP, CGA

Felipe Moura, CGA

FINACAP INVESTIMENTOS

1 O Fenômeno Da Curva Invertida

A taxa básica de juros da economia sempre foi um tema prioritário para os agentes que operam no mercado financeiro. Provavelmente é o principal indicador, pois baliza todas as decisões de investimento que precisam determinar o custo de oportunidade do capital antes de incorporar o prêmio justo de risco para cada operação.

Às vésperas da reunião dos comitês de política monetária do Brasil e dos EUA, este tema domina a atenção das mesas que procuram interpretar os vários aspectos envolvidos nas deliberações tomadas nestas reuniões. Não somente a meta da taxa de juros determinada pelo comitê, mas a justificativa e o placar das votações dos membros são objetos de análise pelas equipes de pesquisa econômica das instituições financeiras.

Evidentemente, sempre somos provocados a nos manifestar a respeito e nestas ocasiões percebemos ser importante esclarecer alguns conceitos que muitas vezes se perdem no debate acalorado sobre qual é o nível justo da taxa de juros.

Neste sentido, frequentemente percebemos a necessidade de esclarecer o conceito de Curva de Juros que, na nossa perspectiva, incorpora uma informação bem mais interessante sobre o comportamento da taxa de juros e sua influência na economia. A Curva de Juros é um gráfico que tem no eixo horizontal o tempo e no eixo vertical a taxa de juros. Para construir esta curva marcam-se pontos que ligam cada data de vencimento dos títulos de dívida emitida pelo Tesouro Nacional e sua taxa de juros de mercado associada.

É importante notar que todas as taxas são determinadas pelo mercado a partir da livre negociação dos títulos. Apenas a taxa de curto prazo é administrada pelo Banco Central a partir da meta estabelecida pelo Copom. É possível, portanto, que o Copom determine uma redução na taxa básica e as taxas futuras se comportem de forma oposta, subindo de patamar. Para os agentes que tem horizonte de longo prazo esta informação é crucial e muito mais relevante que as manchetes sobre a decisão do Copom.

A informação da curva de juros é crucial para tomada de decisões de investimento, na medida que os investidores balizam sua expectativa de retorno (ajustada ao risco) com base na trajetória dos juros futuros. Para calcular o valor presente de fluxos de caixa futuros é necessário estimar a taxa de desconto adequada para cada horizonte de tempo.

São inúmeras as informações que se pode extrair da Curva de Juros, porém alguns padrões já fornecem uma boa leitura de como o mercado projeta o comportamento dos vários indicadores econômicos fundamentais como PIB, inflação, câmbio, emprego, entre outros. Abaixo alguns formatos clássicos e sua interpretação:

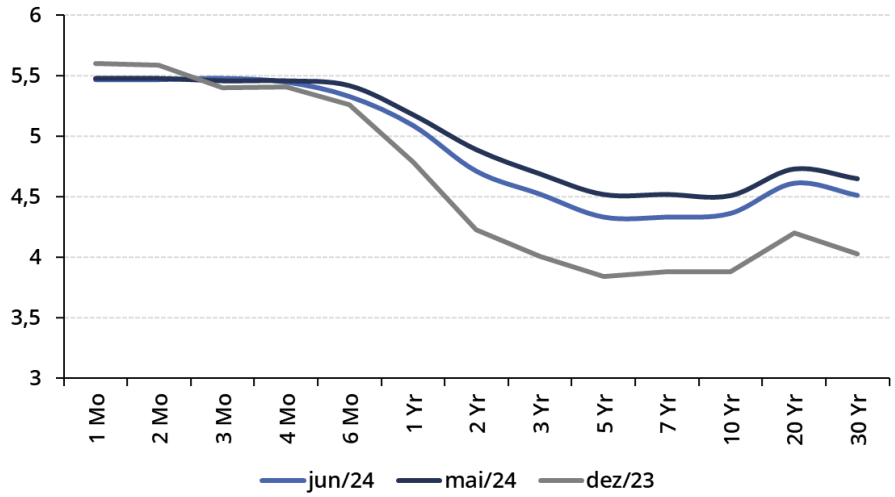
- Curva Ascendente (Normal): É o formato mais comum, onde os títulos de longo prazo têm rendimentos mais altos do que os títulos de curto prazo. Isso reflete expectativas de crescimento econômico e maiores riscos, como inflação, ao longo do tempo.

- Curva Descendente (Invertida): Ocorre quando os títulos de curto prazo têm rendimentos mais altos do que os títulos de longo prazo. Isso pode indicar que os investidores esperam uma desaceleração econômica ou uma recessão, com futuras reduções nas taxas de juros. Inclusive, este é o padrão que podemos identificar atualmente na curva de juros americana.

- Curva Flat (Plana): Reflete uma situação em que os rendimentos dos títulos de curto e longo prazo são praticamente iguais. Isso pode ocorrer durante períodos de transição econômica ou incertezas.

Tão importante quanto conhecer o patamar atual das taxas de juros é monitorar a dinâmica temporal da Curva de Juros. Por meio do acompanhamento do deslocamento da Curva de Juros é possível comparar o movimento de abertura (elevação) ou fechamento (queda) do formato da curva de juros em momentos distintos no tempo.

Abaixo podemos observar o comportamento da curva de juros, representada pelos títulos do Tesouro dos EUA, em diferentes momentos no tempo: junho/2024, maio/2024 e dezembro/2023. Como podemos observar, a situação atual (com base no fechamento de junho/2024), apresentou uma leve redução (fechamento) em relação ao patamar indicado por maio/2024. No entanto, em ambos os períodos, observamos que houve uma abertura (elevação) quando comparado com o patamar indicado para o fechamento de dezembro/2023.



Esse movimento foi explicado pela mudança nas expectativas do mercado em relação a inflação que se mostrou mais resiliente do que se imaginava ao final do ano passado. No Brasil sentimos a repercussão deste movimento na performance do câmbio, da bolsa e dos fundos multimercados.

O fenômeno da curva invertida em finanças é pouco comum, e refere-se a uma situação em que as taxas de juros de curto prazo são mais altas que as taxas de juros de longo prazo para títulos de dívida, como títulos do governo. Normalmente, a curva de rendimento (*yield curve*) tem uma inclinação positiva, indicando que os investidores exigem uma maior recompensa (taxa de juros) para emprestar seu dinheiro por períodos mais longos devido aos riscos adicionais, como a inflação e a incerteza econômica.

A curva invertida é considerada um indicativo de recessão econômica por vários motivos, todos relacionados à percepção e expectativas dos investidores sobre o futuro da economia. Aqui estão alguns pontos-chave que explicam esse fenômeno:

Expectativas de Crescimento Econômico Baixo ou Negativo: Quando os investidores acreditam que a economia está desacelerando ou prestes a entrar numa recessão, eles antecipam que o banco central (como o Federal Reserve nos EUA) reduzirá as taxas de juros de curto prazo para estimular a economia. Consequentemente, as taxas de juros de curto prazo podem se manter elevadas enquanto as taxas de longo prazo caem, resultando numa curva de rendimento invertida.

Mudanças na Política Monetária: Se os investidores esperam que o banco central diminua as taxas de juros para combater uma desaceleração econômica, eles começam a comprar títulos de longo prazo para "travar" as atuais taxas de juros mais altas antes que caiam. Esse aumento na demanda por títulos de longo prazo eleva seus preços e reduz suas taxas de rendimento (juros), contribuindo para a inversão da curva.

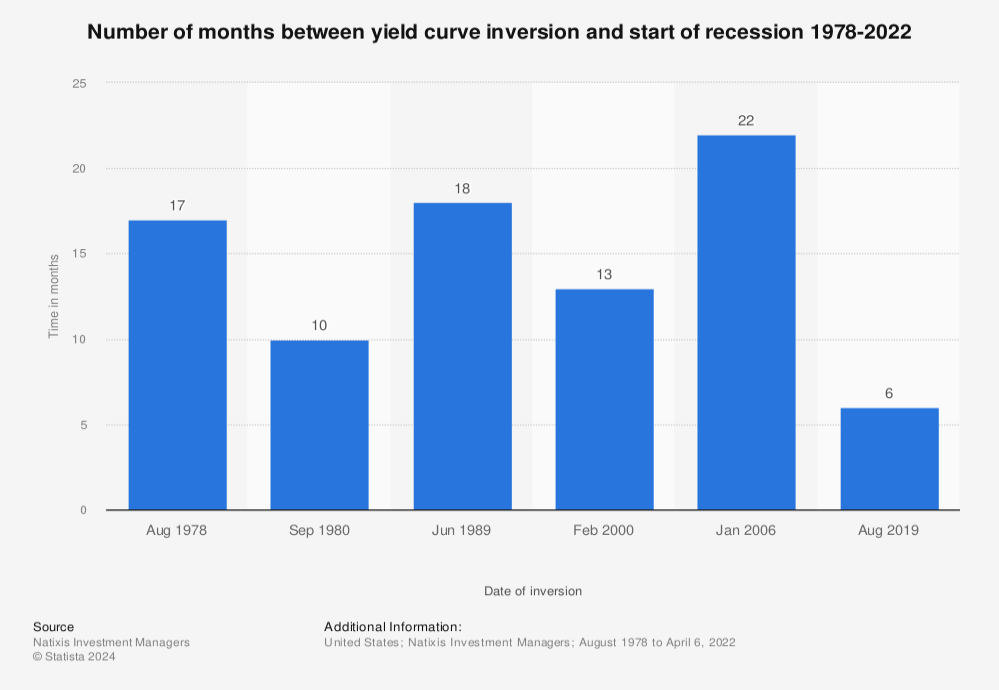
Impacto nos Bancos e Crédito: Bancos e outras instituições financeiras geralmente emprestam a longo prazo e tomam emprestado a curto

prazo. Uma curva de rendimento invertida pode reduzir suas margens de lucro, levando a uma redução na quantidade de crédito disponível, o que pode frear investimentos e crédito, agravando uma recessão.

Percepções sobre a Inflação: Se os investidores acreditam que a inflação vai desacelerar, diminuindo a necessidade de altas taxas de juros no futuro, os rendimentos de títulos de longo prazo podem cair abaixo dos rendimentos de curto prazo.

Histórico Econômico: Historicamente, uma curva de rendimento invertida tem precedido muitas recessões. Os dados e padrões passados mostram que quando a curva se inverte, há uma probabilidade significativa de uma recessão ocorrer nos próximos 12-24 meses. Isso cria uma bolha de neve de expectativas negativas e comportamentos defensivos entre investidores e empresas.

Nos últimos 50 anos, observamos uma média de 14 meses, para o período compreendido entre a primeira data de inversão da curva e o início de uma recessão nos Estados Unidos. Por exemplo, na recessão de 2008 a curva de juros inverteu 22 meses antes, em janeiro de 2006.



Em resumo, a curva de rendimento invertida nos Estados Unidos é um sinal amplamente respeitado e monitorado para a previsão de recessões. Embora não seja um preditor perfeito e imune a falsos positivos, seu histórico e a lógica de suas causas fazem dele uma ferramenta importante para investidores, economistas e formuladores de políticas.

2 Cenário Econômico

Internacional

No cenário internacional, observamos uma redução nas taxas de juros embutidas nas treasuries americanas, especialmente impactadas pelo arrefecimento dos dados da inflação americana. Por outro lado, o tom ainda hawkish (duro) do banco central americano (Federal Reserve) mantém o dólar americano forte em relação às demais moedas. Somado a isso, mantemos um ciclo de alta da bolsa americana – o que continua refletindo em um fluxo de capital bastante restrito para os mercados emergentes.

Em relação a curva de juros americano, vem se consolidando a expectativa do mercado de dois cortes no fed funds rate para os meses de setembro e dezembro deste ano. Por outro lado, em reunião recente do Federal Reserve, os membros da autoridade monetária sinalizaram que esperam apenas um corte neste ano de 2024, mas deixaram em aberto a comunicação de que podem alterar esta projeção caso um dado importante seja divulgado.

Na Zona do Euro, a principal pauta que impactou os mercados foi de cunho político, especialmente na França e no Reino Unido. Apesar das recentes eleições para o parlamento europeu resultarem na continuidade da posição de centro, o avanço dos partidos de direita foi notável.

Nesse contexto, o nível de incerteza contribuiu para o movimento de abertura da curva de juros no continente europeu e a desvalorização do euro, frente ao dólar. Por outro lado, o banco central europeu (ECB, na sigla em inglês) decidiu pela redução nas três principais taxas de juros, com a taxa de depósito recuando de 4,0% para 3,75%.

Na China, os dados da atividade econômica continuam frustrando a expectativa do mercado de uma recuperação mais vertiginosa do gigante asiático. Ao passo que os setores automotivos e de eletrônicos estão puxando o desempenho da atividade econômica, os demais segmentos industriais e o próprio mercado imobiliário vêm surpreendendo negativamente. As vendas no varejo cresceram acima da expectativa, mas abaixo da meta estabelecida para a economia.

Em relação ao desempenho dos mercados, a bolsa americana segue operando em patamares de valuation esticados em relação à sua média histórica, com relação P/L (preço/lucro) do S&P 500 em 22,6x. Da mesma forma, o Nasdaq opera em patamar de P/L de 33,1x.

O S&P 500 apresentou alta de 3,47% em junho, agregando uma alta acumulada no ano de 14,48%. O índice Nasdaq teve alta de 5,96% no mês, e acumula alta de 18,13% no ano.

O Shangai Composite, índice do mercado de ações chinês, apresentou desvalorização de -3,87% no mês e acumula queda de -0,25% no ano.

No câmbio, o Real apresentou desvalorização frente ao Dólar na ordem de 6,64%, encerrando a cotação em R$ 5,5925/US$. No ano, a moeda brasileira apresenta desvalorização de 15,26%.

Brasil

No cenário doméstico, a movimentação dos ativos brasileiros continua sofrendo especialmente pelas pautas políticas, que colocam em cheque uma preocupação cada vez mais evidente dos investidores: a trajetória da dívida pública. Ao passo que o mercado enxerga cada vez com mais ceticismo o atingimento das metas estabelecidas pelo governo para as

contas primárias, reforça a visão pelos tons dos líderes políticos com baixa flexibilidade para redução das despesas públicas.

Por outro lado, os dados da atividade econômica continuam surpreendendo positivamente, bem como os dados do mercado de trabalho. Em notícia recente, o dado do IPCA (inflação oficial) para o mês junho veio abaixo de todas as estimativas para o mês, o que diminuiu, recentemente, o peso do pessimismo embutido no preço dos ativos do mercado brasileiro.

Do lado do Banco Central, a decisão recente em tom unânime dos membros do colegiado pela manutenção da taxa básica de juros (taxa Selic) em 10,50% a.a., foram importantes para passar a mensagem de credibilidade da autoridade monetária diante do colegiado.

Em relação aos mercados, o índice IRF-M apresentou desvalorização de -0,29% no mês de junho (agregando alta de 1,51% no ano), assim como o IMA-B, que operou em baixa de -0,97% no mês. No ano, o IMA-B acumula desvalorização de -1,10%. A NTN-B de 2035 encerrou o mês de junho/2024 negociando à taxa de IPCA+6,51%, um movimento de abertura da taxa em relação ao mês de maio/2024, quando negociava à taxa de IPCA+6,18%.

Na bolsa, o índice Ibovespa fechou o mês de junho com alta de 1,48%, aos 123.907 pontos. No ano, a bolsa brasileira acumula queda de -7,66%. De acordo com a última pesquisa divulgada pelo BTG Pactual, o Ibovespa negocia a uma relação Preço/Lucro (P/L) de 7,8x (pouco mais de 1 desvio-padrão abaixo da média histórica de 10,8x).

No mercado de crédito privado, os spreads das debêntures indexadas ao IPCA e ao CDI permaneceram estáveis durante o mês de junho, demonstrando maior equilíbrio entre as curvas de oferta e demanda

do mercado e uma maior seletividade por parte dos investidores diante de um cenário de prêmios menores se comparados ao histórico recente.

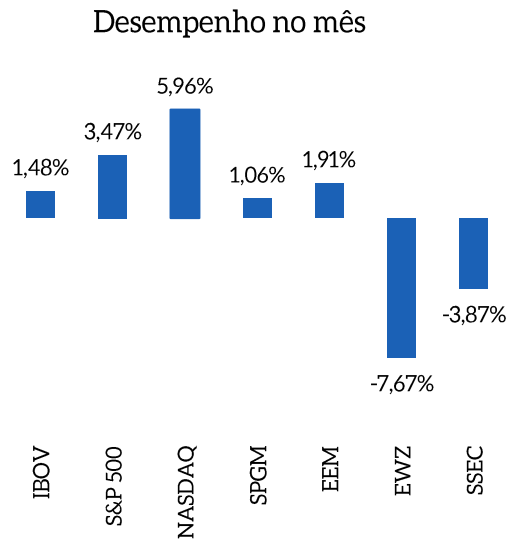
O IDA-DI, índice de debêntures indexadas ao CDI divulgado pela Anbima, apresentou ao longo do primeiro semestre, um melhor desempenho ajustado ao risco quando comparado ao índice representado pelos títulos atrelados ao IPCA, o IDA-IPCA. Enquanto o IDA-DI obteve um retorno de 6,95% e uma volatilidade de 0,31%, o IDA-IPCA apresentou uma rentabilidade de 2,64% e uma volatilidade de 3,36%. Os títulos referenciados ao IPCA, por apresentarem duration mais longa, tendem a sofrer maior impacto diante de um cenário de volatilidade na curva de juros, como foi visto no ambiente doméstico durante a primeira metade do ano.

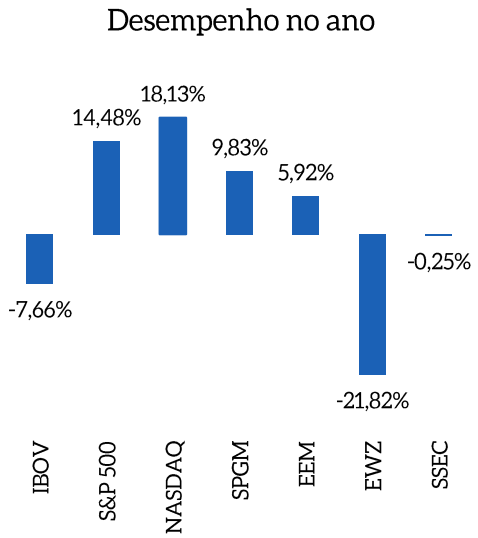
O volume de emissões de debêntures no mês de junho foi de R$ 46 bilhões, seguindo o movimento de forte captação via mercado de crédito privado observado durante todo o primeiro semestre. No consolidado, o segundo trimestre de 2024 totalizou R$ 132 bilhões captados, marcando o recorde histórico para um único trimestre, 55% acima do recorde anterior de R$ 85,5 bilhões registrado no último trimestre de 2023.

A sequência dos fortes volumes de emissões registrados a cada mês do primeiro semestre do ano e o recorde trimestral no 2º trimestre deste ano marcam a confirmação da retomada de confiança no mercado de crédito privado por parte dos agentes envolvidos. É esperado que a segunda metade do ano siga apresentando fortes volumes de emissões e reforce a consolidação da indústria de crédito privado, que experimentou momentos de forte instabilidade num passado recente.

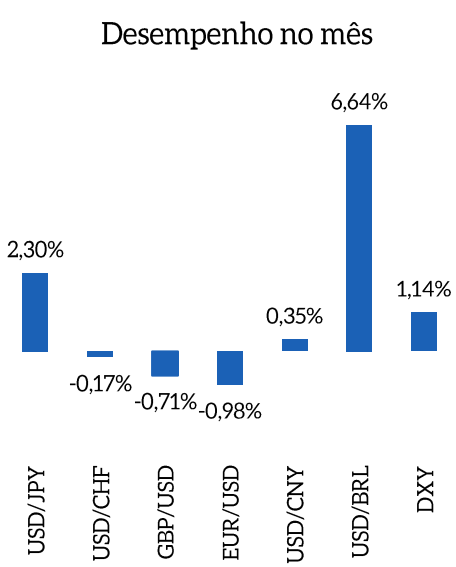
3 Mercados

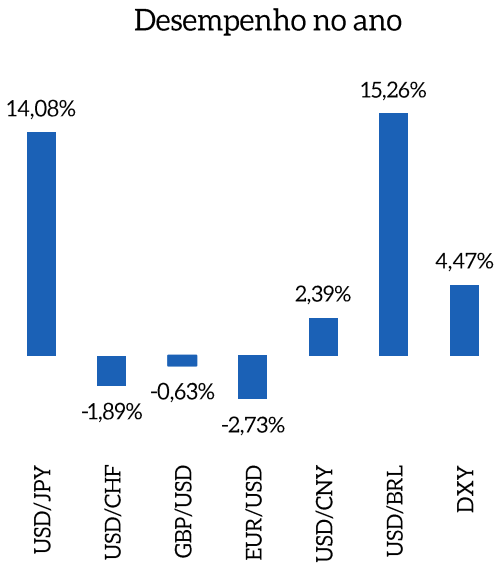
BOLSA DE VALORES





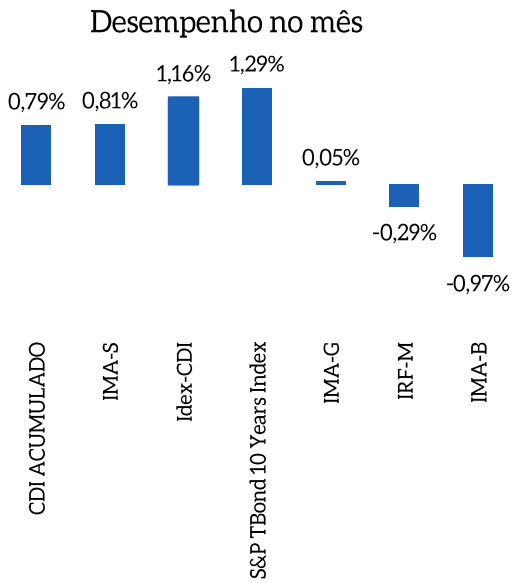
CÂMBIO

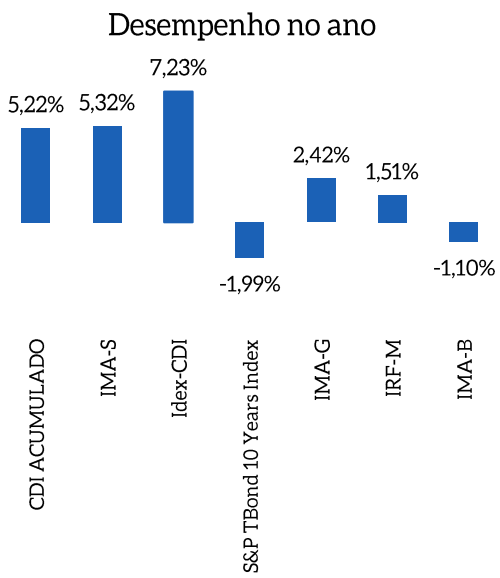




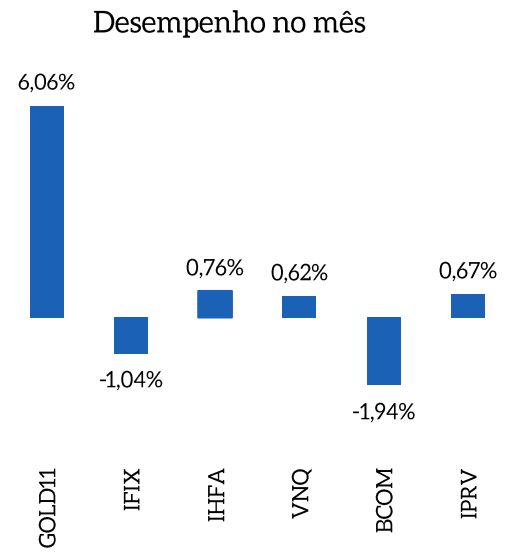
- SPGM: SPDR Portfolio MSCI Global Stock Market
- EEM: iShares MSCI Emerging Markets ETF
- EWZ: iShares MSCI Brazil ETF
- SSEC: Shanghai Composite
- USD/JPY: Dólar/Iene
- USD/CHF: Dólar/Franco Suiço
- GBP/USD: Libra Esterlina/Dólar
- EUR/USD: Euro/Dólar
- USD/YUAN: Dólar/Yuan Chinês
- DXY: Índice Dólar

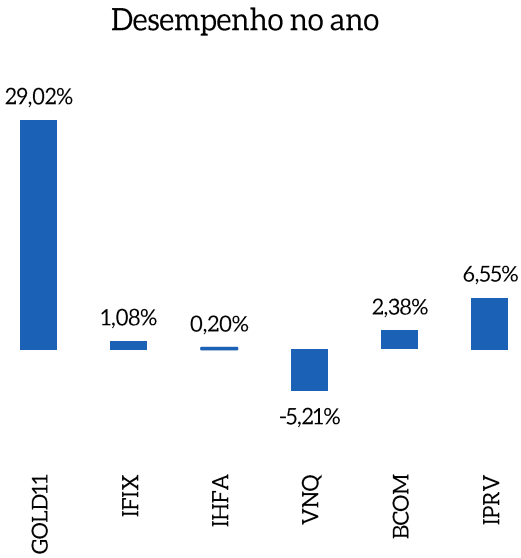
RENDA FIXA





ALTERNATIVO





- IMA-S: Índice composto por LFTs

- IMA-G: Índice composto por títulos públicos, excluindo indexados ao IGP-M

- IRF-M: Índice de uma carteira com títulos préfixados

- IMA-B: Índice composto por NTN-B

- GOLD11: ETF que replica a variação do ouro em dólar

-IFIX: Índice de Fundos Imobiliários

- IHFA: Índice de Hedge Funds ANBIMA

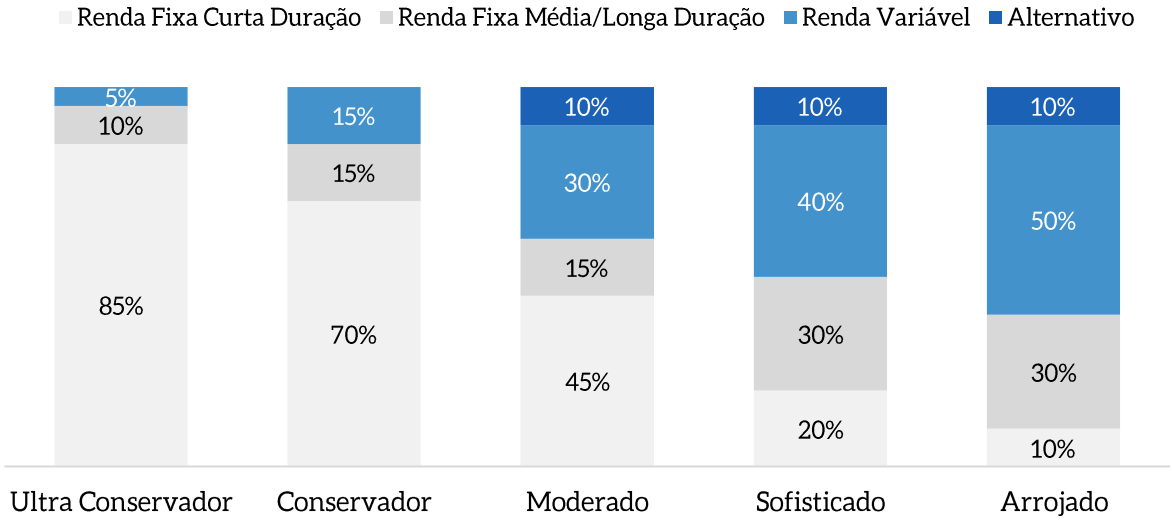
- VNQ: Vanguard Real Estate Index Fund ETF Shares

- BCOM: Bloomberg Commodity

- IPRV: iShares Listed Private Equity UCITS

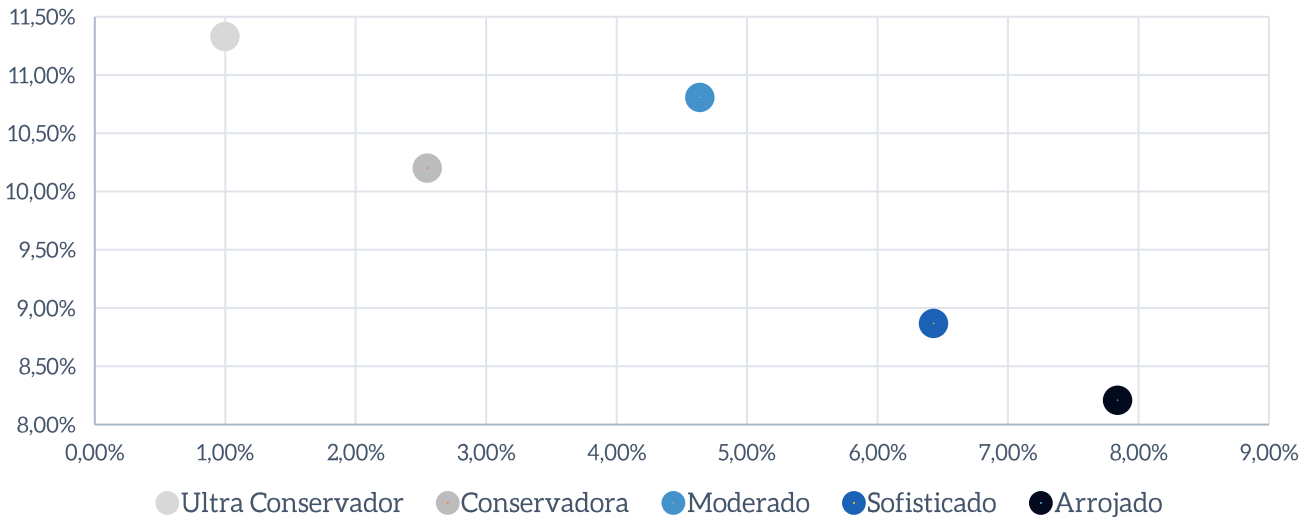
4 Estratégia

ALOCAÇÃO ESTRATÉGICA



Atribuição de Performance					
	Ultra Conservador	Conservador	Moderado	Sofisticado	Arrojado
Renda Variável	0,07%	0,20%	0,40%	0,54%	0,68%
CP Pós	0,44%	0,35%	0,22%	0,09%	0,04%
Selic	0,27%	0,24%	0,16%	0,08%	0,04%
Juros Reais	-0,09%	-0,14%	-0,14%	-0,28%	-0,28%
Offshore	0,00%	0,00%	0,62%	0,63%	0,63%
Alternativo	0,00%	0,00%	-0,23%	-0,23%	-0,23%
Total	0,69%	0,65%	1,03%	0,82%	0,87%

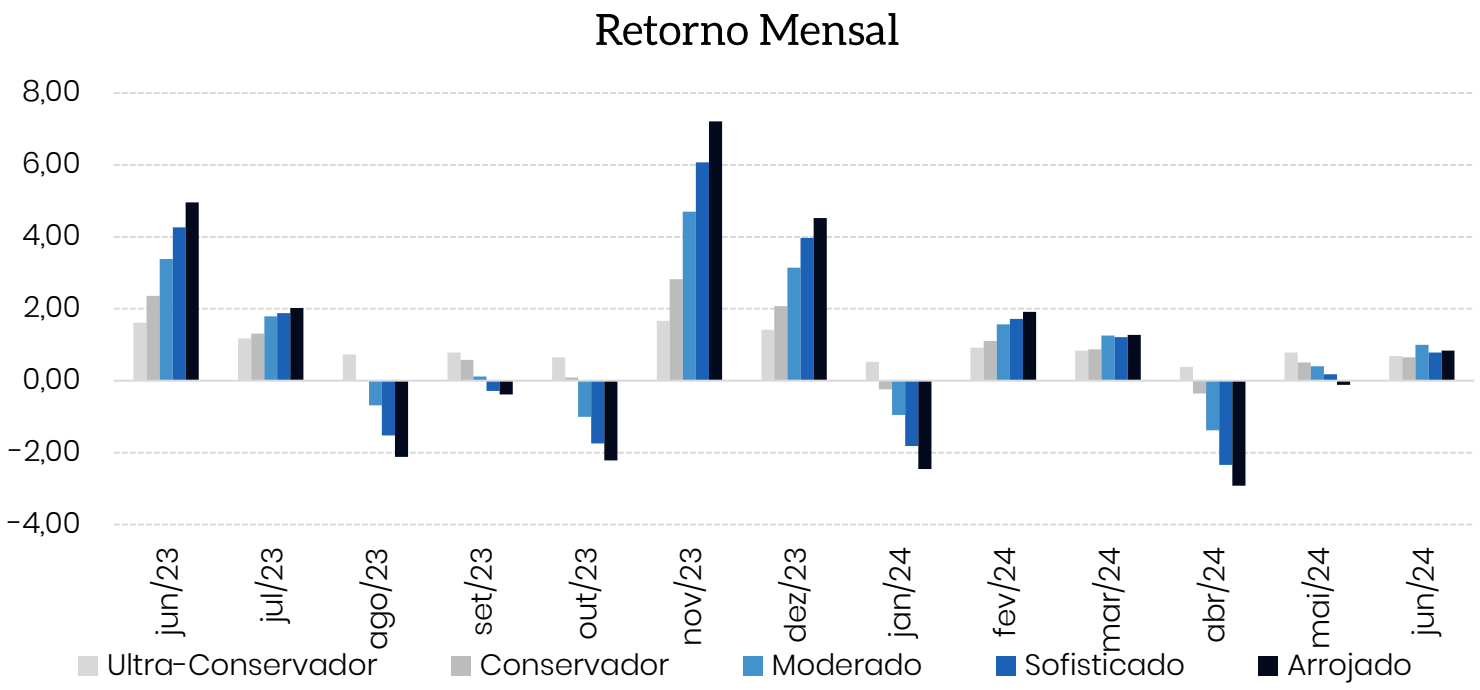
RELAÇÃO RISCO VS RETORNO (12M)



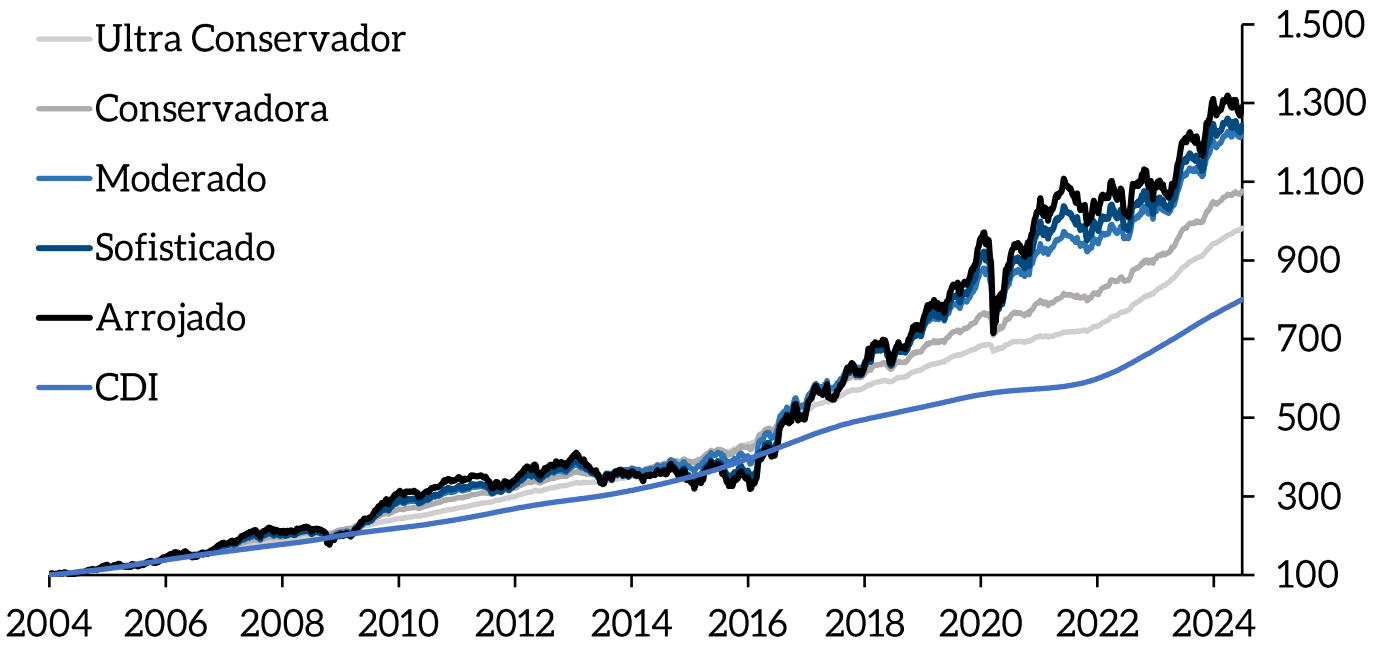
ESTATÍSTICA

	Retorno Médio Anual*	Retorno No Mês	Retorno No Ano	Retorno 12 meses	Retorno 24 meses	Retorno 36 meses	Retorno 60 meses
Ultra Conservador	8,50%	0,68%	4,19%	11,33%	27,51%	36,80%	50,26%
Conservador	9,28%	0,47%	2,54%	10,20%	26,80%	32,41%	50,81%
Moderado	11,07%	0,69%	1,87%	10,81%	28,00%	27,73%	57,39%
Sofisticado	12,01%	0,30%	-0,35%	8,87%	26,12%	21,80%	55,72%
Arrojado	12,75%	0,18%	-1,57%	8,21%	26,06%	18,78%	56,53%
CDI	7,53%	0,87%	5,22%	11,79%	26,93%	37,87%	47,45%
IBOVESPA	10,63%	0,10%	-7,66%	6,19%	23,18%	-2,76%	22,72%

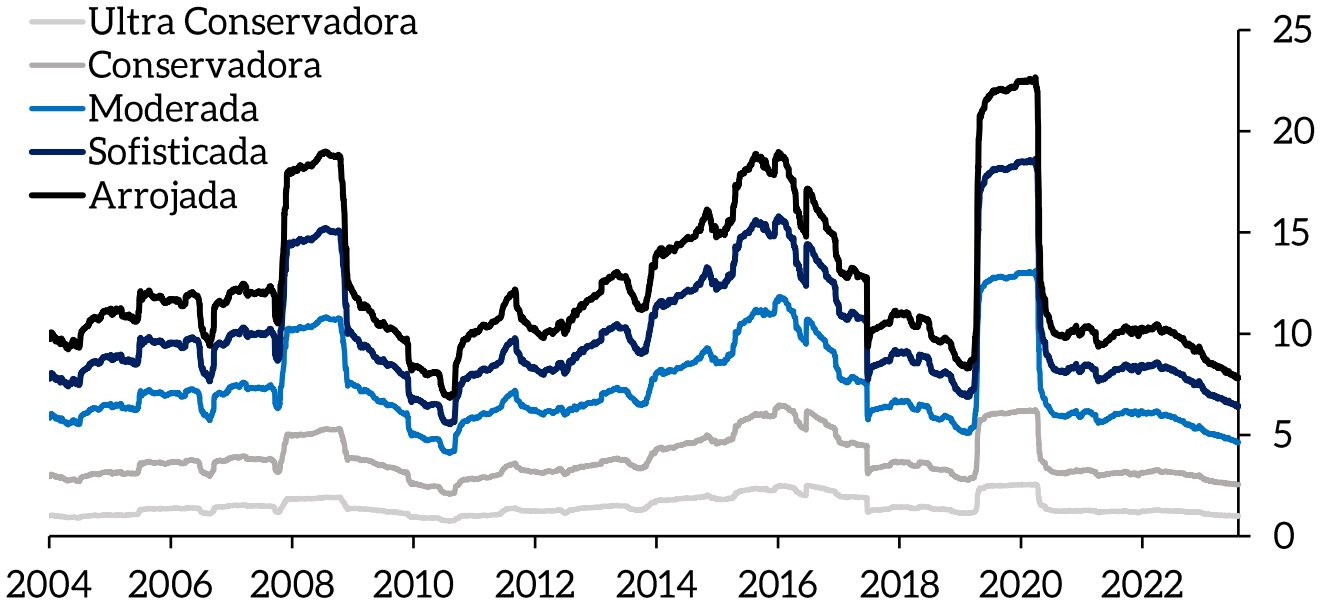
	Qtd Retornos >0 (anual)	Qtd Retornos <0 (anual)	Maior Retorno Anual	Menor Retorno Anual	Maior Retorno Mensal	Menor Retorno Mensal	Volatilidade 12 meses
Ultra Conservador	20	0	19,32%	1,62%	2,83%	-1,62%	1,00%
Conservador	20	0	25,07%	1,03%	5,43%	-4,53%	2,55%
Moderado	19	1	37,20%	-1,88%	9,18%	-9,15%	4,64%
Sofisticado	16	4	45,91%	-7,56%	12,24%	-13,00%	6,43%
Arrojado	15	5	54,50%	-10,46%	14,71%	-15,78%	7,84%



DESEMPENHO ACUMULADO



VOLATILIDADE ANUAL



Disclaimer: As informações acima se referem a uma SIMULAÇÃO DE CARTEIRA DE INVESTIMENTOS e não traduzem ou refletem a posição do investidor com a Finacap Investimentos LTDA. (CNPJ 01.294.929/0001-33). Este relatório tem propósito informativo, o material não deve ser entendido como análise, material promocional, solicitação de compra ou venda, oferta ou recomendação de qualquer ativo financeiro ou investimento, sugestão de alocação ou adoção de estratégias por parte dos destinatários. Este material não deve ser considerado uma oferta para compra de cotas dos fundos. As informações referem-se às datas mencionadas. Os investidores devem buscar aconselhamento profissional com relação aos aspectos tributários, regulatório se outros que sejam relevantes à sua condição específica, sendo que o presente material não foi elaborado com esta finalidade. A Finacap Investimentos LTDA. não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas. Leia o prospecto e o regulamento antes de investir. Fundos de investimento, renda variável e alguns produtos de renda fixa não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos - FGC. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos (se aplicável) e taxa de saída (se aplicável). Muito importante a adequada compreensão da natureza, forma de rentabilidade e riscos dos produtos antes da sua aquisição. Os investidores devem obter orientação financeira independente, com base em suas características pessoais, antes de tomar uma decisão de investimento. A rentabilidade de instrumentos financeiros e produtos pode apresentar variações e seu preço ou valor pode aumentar ou diminuir. A Finacap Investimentos se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização das informações veiculadas ou de seu conteúdo. É terminantemente proibida a utilização, acesso, cópia ou divulgação não autorizada das informações aqui veiculadas. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. A rentabilidade de instrumentos financeiros e produtos pode apresentar variações e seu preço ou valor pode aumentar ou diminuir.
*Retorno médio anual considera data de início como 01/01/2016.