

Relatório de Estratégia

Julho de 2024

Luiz Fernando Araújo, CFA

Alexandre Brito, CFP, CGA

Felipe Moura, CGA

1

Qual o valor justo para o S&P?

Em nossa última carta, discutimos neste espaço o conceito de curva de juros, e mais especificamente o fenômeno da curva invertida como um indicador preditivo de períodos de recessão econômica. Nesta linha de análise macroeconômica, gostaríamos de analisar este mês, um indicador que, na nossa perspectiva, complementa a leitura que fazemos do atual cenário econômico global.

Em outras oportunidades, fizemos diversas referências em nossos comentários sobre um *valuation* consideravelmente esticado para a bolsa americana – em contraposição ao que observamos na bolsa brasileira, onde estimamos um significativo desconto em relação ao valor justo.

Um método bastante simples e eficaz para estimar o valor justo de uma ação, ou mesmo de um índice de mercado, se dá por meio do cálculo da relação entre preço e o lucro das empresas negociadas na bolsa. Com esse indicador relativo, Preço/Lucro por ação (P/L), podemos fazer análises comparativas para a precificação de mercado entre empresas e em relação ao seu comportamento ao longo do tempo. Para os leitores mais acostumados com o mercado imobiliário, esta relação de P/L é similar ao que os avaliadores de imóveis utilizam quando avaliam uma propriedade por meio da relação preço/m², na busca de identificar uma oportunidade imobiliária que está negociando com desconto ou prêmio em relação ao seu valor justo.

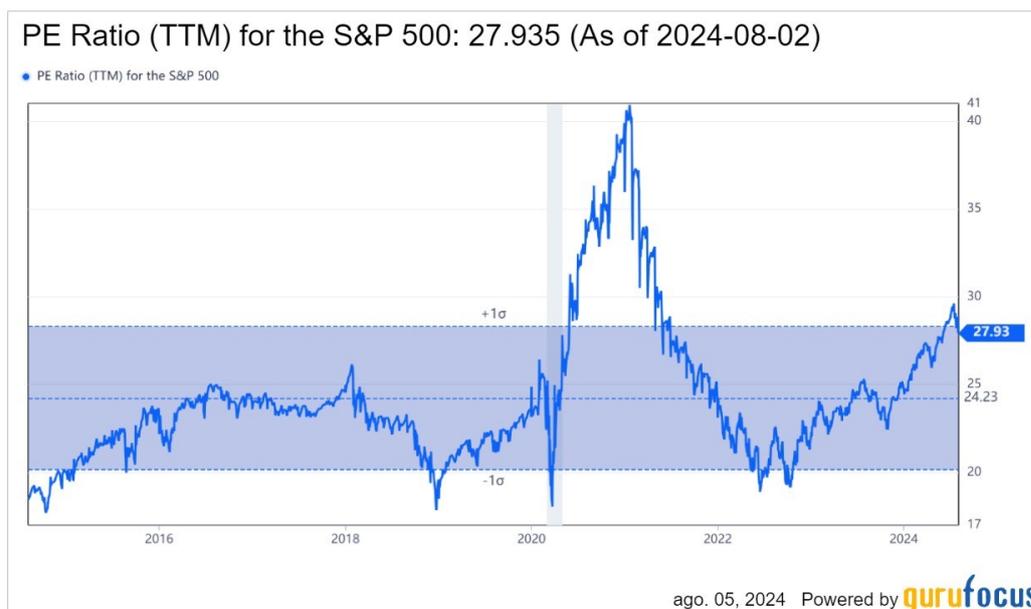
Naturalmente, como todo modelo de análise, o uso do P/L implica em generalização e, portanto, não deve ser utilizada isoladamente. Nossa experiência, entretanto, é de que o índice representa uma sinalização

importante para identificar distorções no patamar de precificação do mercado em relação às empresas.

A relação P/L pode ser interpretada como o número de anos que o investimento realizado é recuperado com o nível de lucro atual – assumindo que o lucro permaneça estável. Assim uma ação que tenha um preço de R\$ 10 e lucro por ação de R\$ 1, estamos nos referindo a um ativo com uma relação preço/lucro de 10x. Ou seja, mantendo o lucro constante na projeção dos próximos anos, teremos o retorno sobre o investimento de R\$ 10 em 10 anos. Se invertermos esta relação para Lucro/Preço, temos o que chamamos de taxa de retorno, com base na expectativa de lucros constantes, de 10%, que também é uma informação bastante intuitiva pois pode ser comparada com o nível de taxa de juros, por exemplo.

Com estes conceitos bem definidos podemos passar para aplicação prática deste modelo de análise para o mercado de ações americano. No gráfico abaixo, podemos observar o comportamento da relação preço/lucro do principal índice acionário americano (S&P 500) no patamar de 27,93x.

A média histórica do índice americano é de 24,23x (considerando os últimos 10 anos). Dessa forma, podemos perceber no gráfico que o patamar atual da bolsa americana já está acima de um desvio-padrão da série histórica dos últimos 10 anos.



O S&P 500 tem apresentado uma rentabilidade extraordinária nos períodos mais recentes. No ano de 2024, até o fechamento de julho, apresenta uma valorização de 15,8%. Mesmo nos últimos 12 e 24 meses, o retorno é de 20,34% e 33,70%, respectivamente.

No entanto, é preciso entender que o resultado deste índice que adotamos como representativo do mercado de ações americano passou a ter um nível de concentração muito grande em algumas empresas de grande destaque no segmento de tecnologia. Tanto é que o tema que passou a tomar espaço nos relatórios de pesquisa de mercado nos últimos meses foi denominado “The Magnificent Seven” (“As Sete Magníficas”, em tradução livre) fazendo referência ao desempenho das ações das companhias Nvidia, Meta (antiga Facebook), Tesla, Amazon, Microsoft, Google e Apple.

Apenas neste ano de 2024, estas sete empresas responderam por 50% de todo o retorno do S&P 500, mesmo representando apenas 30,8% da composição da carteira do índice. As demais 493 ações responderam pela outra metade do retorno do índice.

Companhia	Código	Exposição S&P 500 (%)	Preço /Lucro	Preço /Valor Patrimonial	EV /EBITDA	Retorno 2024 (%)
Nvidia	NVDA	5,9	62,8	53,7	51,7	136,3
Meta	META	2,4	25,0	7,9	16,5	192,1
Tesla	TSLA	1,3	58,3	10,0	49,9	-6,60
Amazon	AMZN	3,4	40,1	7,5	17,0	23,1
Microsoft	MSFT	6,8	34,6	11,3	22,8	11,3
Google	GOOG	4,0	24,2	6,9	17,2	22,8
Apple	AAPL	7,1	33,5	50,1	25,0	15,4
MÉDIA			39,8	21,0	28,6	66,8

Podemos observar que a média de *valuation* dessas sete empresas é extremamente elevada: 39,8x de preço/lucro, 21,0x de preço/valor patrimonial e 28,6x de *enterprise value/EBITDA*. Apesar de apresentarem um retorno consolidado muito significativo neste ano, percebe-se uma dispersão grande dentro deste grupo com Nvidia e Meta com uma rentabilidade de 136,3% e 192,1%, respectivamente e a Tesla com retorno negativo de 6,6%

Na análise que fizemos mês passado, ponderamos que uma das interpretações possíveis para o fenômeno da Curva Invertida de Juros é de que ela reflete uma expectativa negativa do mercado em relação a atividade econômica futura. A lógica do argumento assume que uma redução brusca do crescimento econômico obrigaria o Fed a implementar uma política monetária expansiva como resposta, reduzindo a taxa de juros de curto prazo no futuro.

Nesta perspectiva, se a recessão prevista pela curva invertida efetivamente ocorrer teríamos uma frustração no crescimento dos lucros implícito no alto patamar de índice P/L que mostramos acima.

Para concluir, um fato nos chamou a atenção nestas últimas semanas. No relatório mais recente publicado pela Berkshire Hathaway, do lendário investidor Warren Buffett, com a composição da carteira de investimentos da *holding*, foram identificadas reduções significativas

do investimento em ações de várias companhias que tiveram uma contribuição extraordinária ao desempenho recente da Berkshire Hathaway. O investimento na Apple, maior posição individual da carteira de ações, por exemplo, teve seu tamanho reduzido pela metade.

2

Cenário Econômico

Internacional

No cenário internacional, o mês de julho foi marcado pela aproximação do ciclo de queda de juros americanos em conjunto com um cenário político turbulento, em contrapartida com a cautela do Banco Central Europeu para reduzir mais as taxas de juros da Zona do Euro.

Nos EUA, o ambiente macroeconômico vem demonstrando sinais de equilíbrio, com um crescimento anualizado do PIB de 2,8% t/t no 2T24, acima das expectativas do mercado, crescimento este suportado pelo aumento do consumo em serviços. Além disso, o mercado de trabalho evidencia um reequilíbrio, com a criação de 206 mil vagas de emprego em junho ante a estimativa do consenso de 190 mil.

Quanto ao cenário de inflação americano, o Índice de Preços para Gastos de Consumo Pessoal (PCE) de junho de 2024 apresentou um aumento de 0,1% em relação ao mês anterior, em linha com as expectativas do mercado. Esse dado reflete um crescimento contínuo, mas moderado, com os preços de bens diminuindo 0,2% e os preços de serviços aumentando 0,2%.

Nesse sentido, o Fed reconheceu sinais de desinflação, especialmente nos preços de bens e serviços habitacionais, refletindo um cenário de preços mais estável. No acumulado de 12 meses até junho, o PCE registrou um aumento de 2,5%, indicando que a inflação está desacelerando em comparação com os meses anteriores, como abril e maio, que tiveram altas de 2,7% e 2,6%, respectivamente.

Na política monetária, o FOMC decidiu pela manutenção da taxa de juros no intervalo de 5,25% a 5,50%, permanecendo no mesmo patamar desde julho de 2023, com o intuito de equilibrar os riscos da inflação e

do mercado de trabalho. Apesar disso, o comunicado de Jerome Powell carregado de um tom mais dovish sugeriu que caso os dados divulgados nos próximos dias estejam de acordo com o esperado, o FOMC poderá iniciar o ciclo do corte de juros já no mês de setembro.

Na Zona do Euro, após cinco meses de uma considerável recuperação econômica, os dados do PMI demonstraram um arrefecimento no mês de julho, especialmente pela contração do setor de manufatura e de serviços. Ainda, o PIB teve um avanço de 0,2% no segundo trimestre de 2024, ficando abaixo dos 0,3% do primeiro trimestre do mesmo ano.

Acerta do ambiente inflacionário, a taxa anual de inflação ao consumidor (CPI) na Zona do Euro atingiu 2,6%, ligeiramente acima das expectativas do mercado, que eram de 2,4%, alta impulsionada principalmente pelo aumento dos preços da energia, refletindo uma pressão inflacionária contínua na região.

Nesse sentido, o Banco Central Europeu (ECB, na sigla em inglês) decidiu por manter as taxas de juros inalteradas em 3,75% na reunião de julho, adotando uma postura restritiva na reunião ao reafirmar a importância de aguardar por novos dados para uma tomada de decisão sobre a política de juros. Dessa forma, apesar de o Banco ter deixado em aberto os próximos passos da reunião de juros do mês de setembro, o mercado vem estimando novos cortes em setembro e em dezembro, chegando a uma taxa de 3,25% no final de 2024.

Já o cenário econômico chinês vem se mostrando ainda desafiador para a recuperação da atividade do país, com o avanço do PIB abaixo das expectativas do mercado e com a desaceleração nas vendas do varejo e na produção das indústrias. Além disso, o mercado imobiliário continua sendo contraído de forma considerável nas novas vendas e nas construções.

Com isso, o Banco do Povo da China (PBoC) surpreendeu o mercado quando decidiu reduzir a taxa de empréstimo de médio prazo (MLF) de 1 ano de 2,50% para 2,30%, além da redução nas taxas básicas de juros (LPR) de 1 e de 5 anos, o que mantém a pressão sobre a moeda chinesa e não parecem ser suficientes para melhorar a demanda interna do gigante asiático.

Em relação ao desempenho dos mercados, a bolsa americana segue negociando a patamares de valuation esticados, com um P/L (preço/lucro) do S&P 500 em 23,3x. No mesmo sentido, o Nasdaq opera em patamar de P/L de 36,1x.

O S&P 500 apresentou alta de 1,13% no mês de julho, acumulando alta acumulada de 15,78% no ano. O índice Nasdaq teve queda de 6,97% no mês, mas acumula valorização de 17,24% no ano pelo crescimento das empresas de tecnologia, especialmente a Nvidia.

O Shanghai Composite, índice do mercado de ações chinês, apresentou desvalorização de 0,97% no mês e acumula queda de 1,22% no ano.

No câmbio, o Real apresentou desvalorização frente ao Dólar na ordem de 1,15%, encerrando a cotação em R\$ 5,662/US\$. No ano, a moeda brasileira apresenta desvalorização de 16,60%.

Brasil

No cenário doméstico, a atividade econômica continua surpreendendo positivamente, sem sinais de desaceleração, reforçado pelos dados do mercado de trabalho, com a criação de 201,7 mil novos empregos em junho, superando as expectativas do mercado de 160 mil novas vagas.

Na política monetária, o debate se voltou para um potencial ciclo de alta de juros em ainda 2024, diante de um Brasil pouco otimista em relação ao ambiente fiscal e da depreciação dos preços de commodities

relevantes para o mercado exportador brasileiro, o que resultou em uma forte desvalorização do câmbio. Nesse sentido, as expectativas para o cenário inflacionário não são as mais positivas, contando com a projeção do Focus para uma inflação de 4% ao final do ano, o que, conseqüentemente, gera a necessidade de aumentar a taxa básica de juros para que o índice de preços possa convergir para o centro da meta.

Apesar disso, no último dia de julho, o Copom optou por manter a taxa de juros em 10,50% pela segunda vez consecutiva. A decisão veio acompanhada de um tom cauteloso, refletindo as incertezas quanto à política monetária externa e ao cenário fiscal interno. No entanto, o Banco Central adotou uma postura mais moderada em relação às projeções de inflação, sugerindo que a intenção não é elevar os juros na próxima reunião, mas sim mantê-los no nível atual.

Em relação aos mercados, o índice IRF-M apresentou valorização de 1,34% no mês de julho (agregando alta de 2,87% no ano), assim como o IMA-B, que negociou em alta de 2,09% no mês e 0,97% no ano. A NTN-B de 2035 encerrou o mês de julho/2024 negociando à taxa de IPCA + 6,51%, um movimento de abertura da taxa em relação ao mês de junho/2024, quando negociava à taxa de IPCA + 6,18%.

Na Bolsa, o índice Ibovespa fechou o mês de julho com alta de 3,02%, aos 127.652 pontos. No ano, a bolsa brasileira acumula queda de 4,87%. De acordo com a última pesquisa divulgada pelo BTG Pactual, o Ibovespa negocia a uma relação Preço/Lucro (P/L) de 7,7x (pouco mais de 1 desvio-padrão abaixo da média histórica de 10,7%).

No mercado de crédito privado, os spreads dos papéis referenciados ao IPCA apresentaram leve alta no mês de julho, enquanto dos títulos indexados ao CDI demonstraram uma pequena baixa. As debêntures indexadas ao índice de inflação apresentaram maior retorno mensal

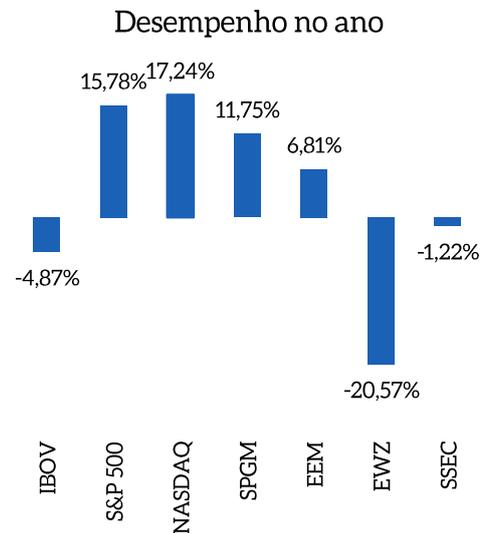
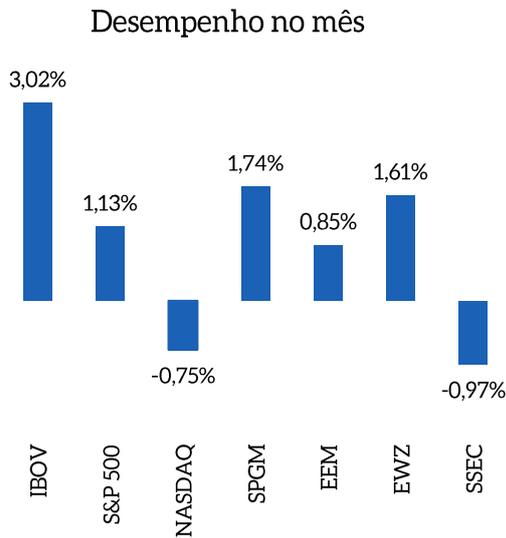
quando comparadas às debêntures atreladas ao CDI, o contrário do que foi visto ao longo do primeiro semestre de 2024. Esses títulos foram favorecidos pelo movimento de fechamento na curva de juros reais brasileira, e o IDA-IPCA (Índice de Debêntures ANBIMA-IPCA) apresentou uma rentabilidade de 2,21% no primeiro mês do segundo semestre do ano, quase 1 ponto percentual acima do retorno de 1,25% obtido pelo IDA-DI (Índice de Debêntures ANBIMA-DI).

O mês de julho de 2024 apresentou uma redução no volume de emissões de debêntures, com um total de aproximadamente 33,5 bilhões de reais em um total de 49 operações, sendo cerca de 36% desse volume representado por debêntures incentivadas. Ainda que o volume de emissões tenha sofrido retração, os números continuam fortes dado o histórico do mercado de emissões corporativas do país. Portanto, é esperado que o segundo semestre do ano mantenha os altos volumes de negociações no mercado primário de dívida corporativa, como observado no primeiro semestre.

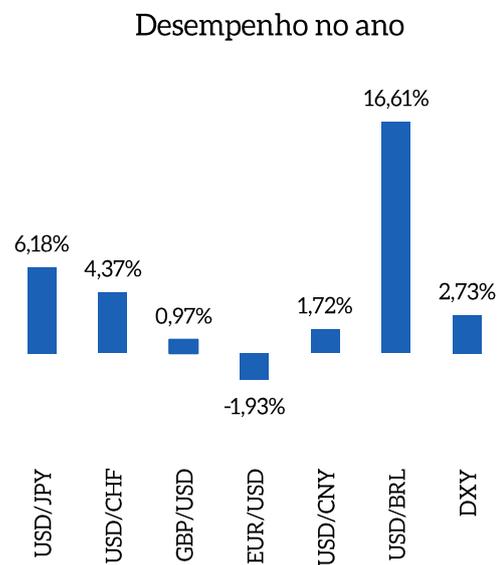
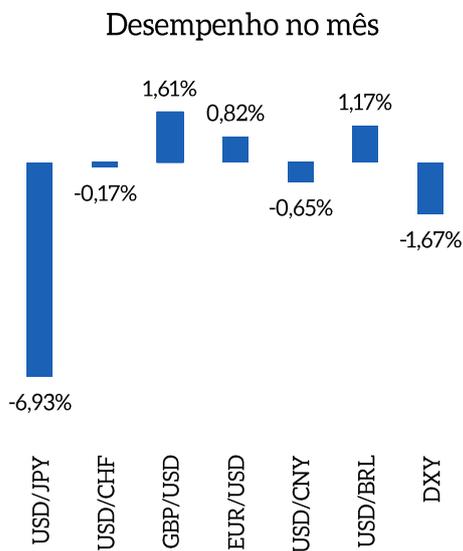
3

Mercados

BOLSA DE VALORES



CÂMBIO



- SPMG: 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 Suíço

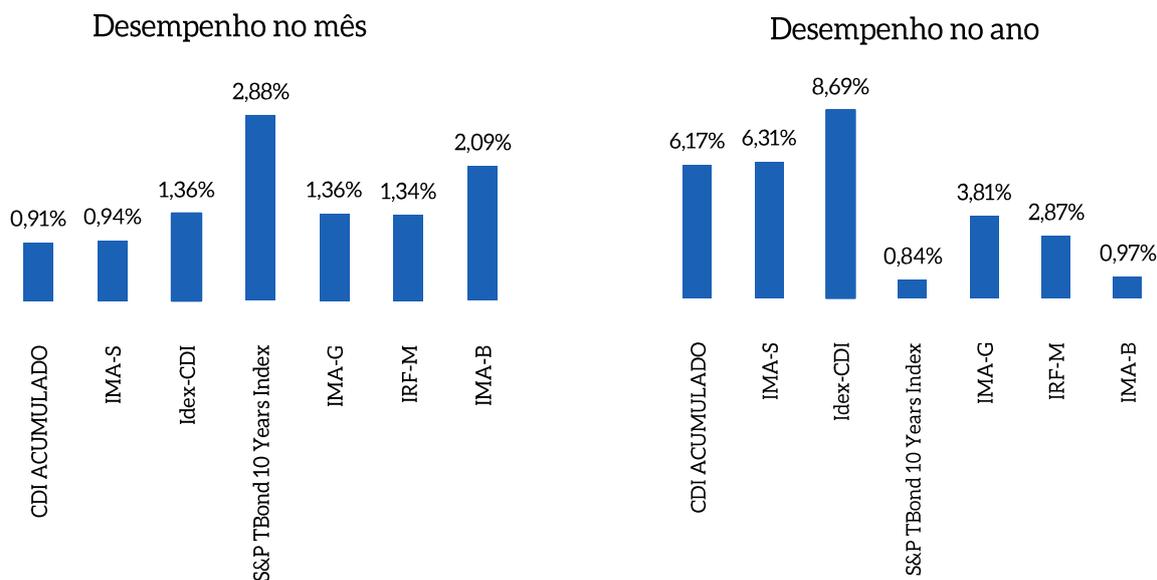
- GBP/USD: Libra Esterlina/Dólar

- EUR/USD: Euro/Dólar

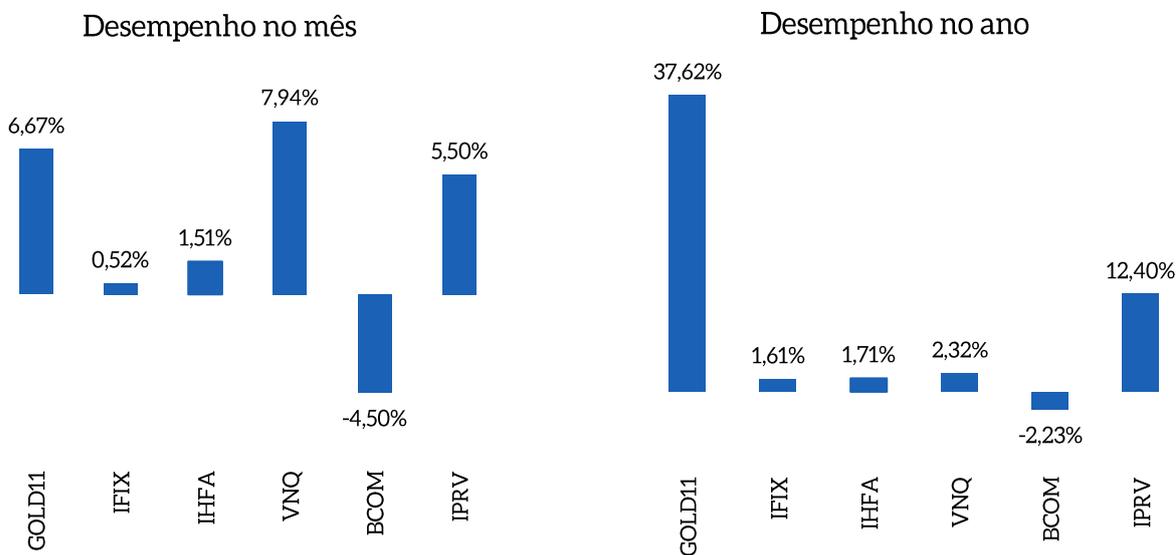
- USD/YUAN: Dólar/Yuan Chinês

- 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

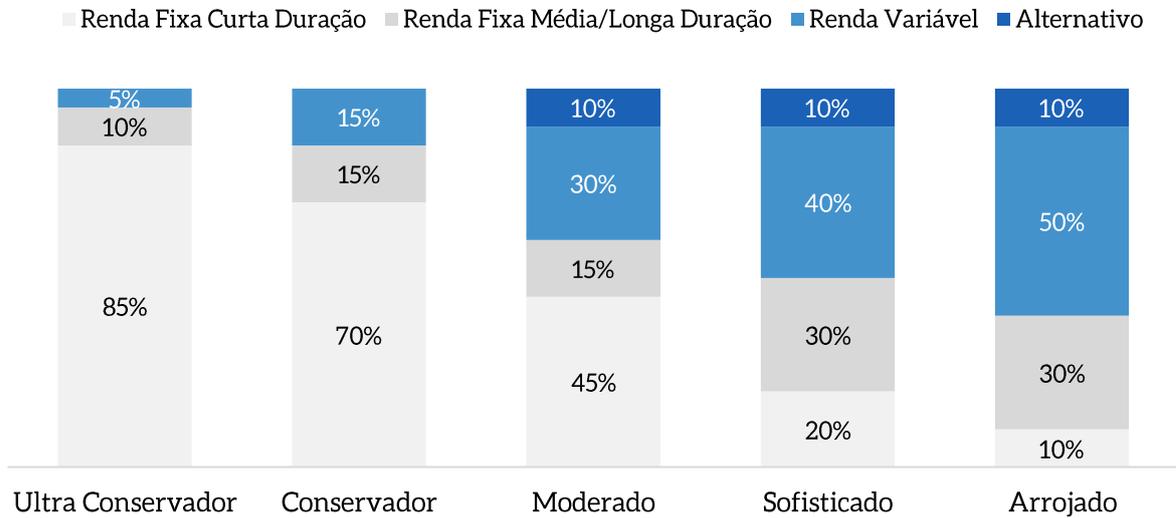
- BCOM: Bloomberg Commodity

- IPRV: iShares Listed Private Equity UCITS

4

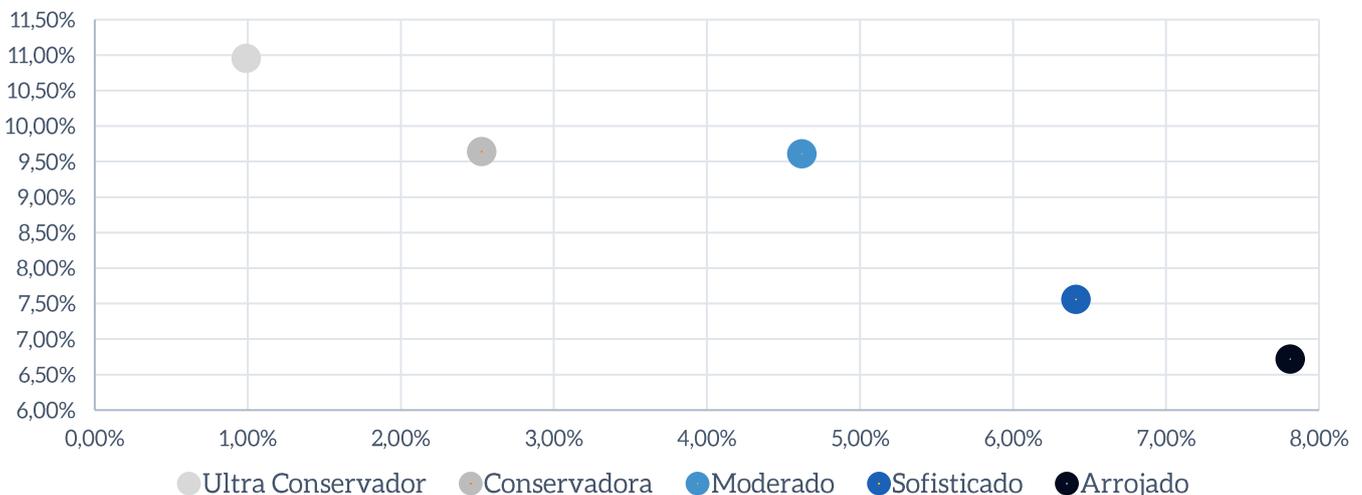
Estratégia

ALOCAÇÃO ESTRATÉGICA



Atribuição de Performance					
	Ultra Conservador	Conservador	Moderado	Sofisticado	Arrojado
Renda Variável	0,07%	0,20%	0,40%	0,53%	0,67%
CP Pós	0,51%	0,41%	0,25%	0,10%	0,05%
Selic	0,32%	0,27%	0,18%	0,09%	0,05%
Juros Reais	0,20%	0,30%	0,30%	0,61%	0,61%
Offshore	0,00%	0,00%	0,15%	0,15%	0,15%
Alternativo	0,00%	0,00%	-0,04%	-0,04%	-0,04%
Total	1,09%	1,18%	1,24%	1,44%	1,48%

RELAÇÃO RISCO VS RETORNO (12M)

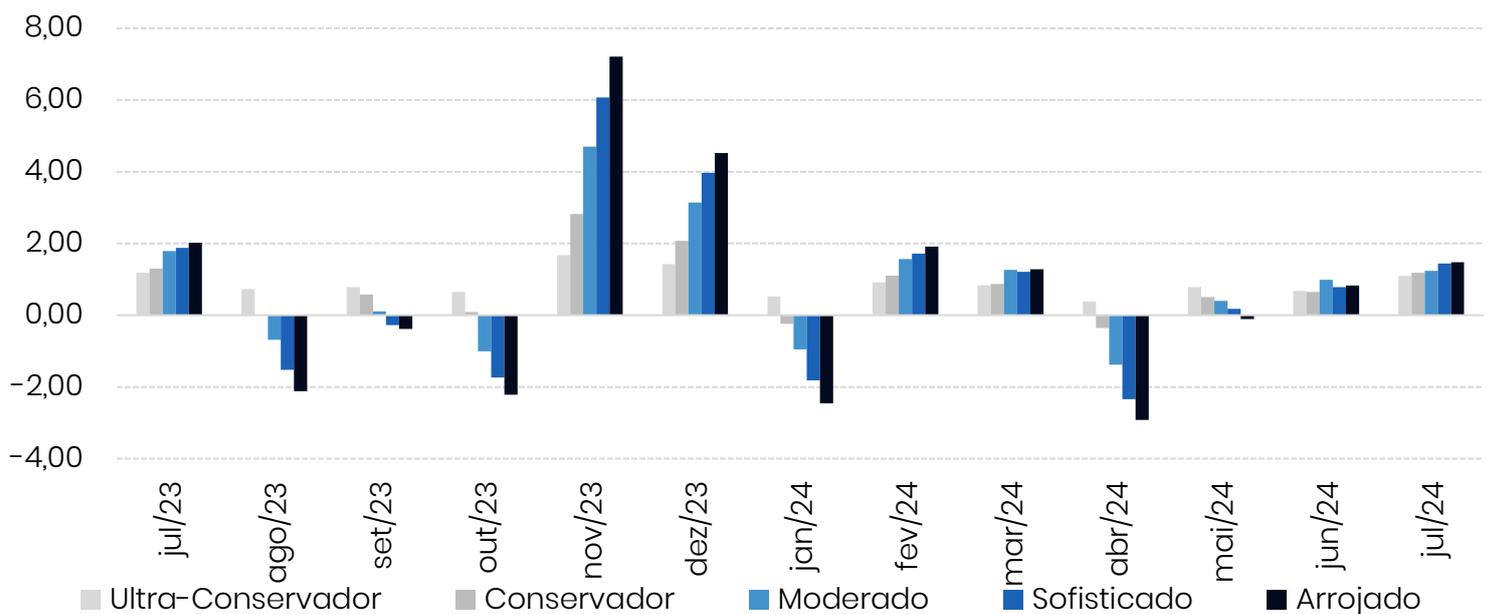


ESTATÍSTICA

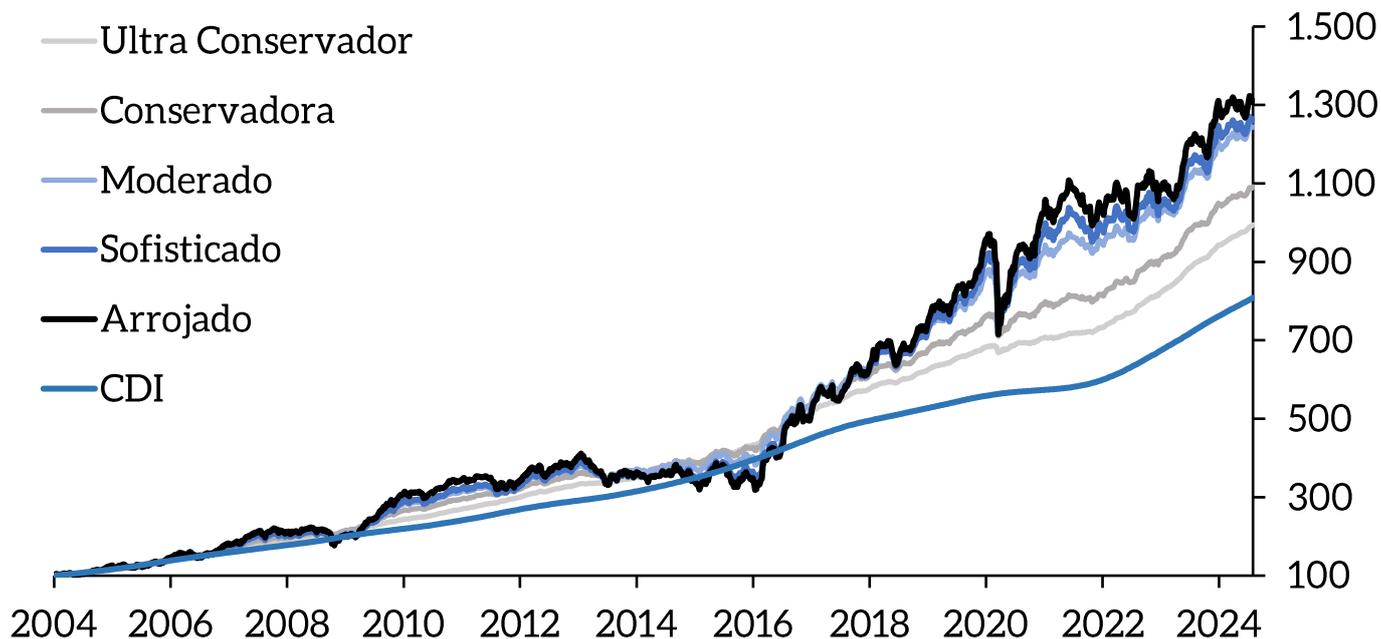
	Retorno Médio Anual*	Retorno No Mês	Retorno No Ano	Retorno 12 meses	Retorno 24 meses	Retorno 36 meses	Retorno 60 meses
Ultra Conservador	8,65%	1,09%	5,33%	10,95%	27,49%	38,18%	50,84%
Conservador	9,44%	1,18%	3,75%	9,64%	26,78%	34,58%	51,41%
Moderado	11,18%	1,24%	3,13%	9,61%	27,65%	30,37%	57,90%
Sofisticado	12,15%	1,44%	1,08%	7,56%	26,14%	25,31%	56,31%
Arrojado	12,88%	1,48%	-0,11%	6,72%	25,88%	22,83%	57,12%
CDI	7,66%	0,91%	6,17%	11,50%	26,64%	38,58%	47,95%
IBOVESPA	10,69%	3,02%	-4,87%	4,68%	23,74%	4,80%	25,38%

	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%	0,99%
Conservador	20	0	25,07%	1,03%	5,43%	-4,53%	2,53%
Moderado	19	1	37,20%	-1,88%	9,18%	-9,15%	4,62%
Sofisticado	16	4	45,91%	-7,56%	12,24%	-13,00%	6,41%
Arrojado	15	5	54,50%	-10,46%	14,71%	-15,78%	7,81%

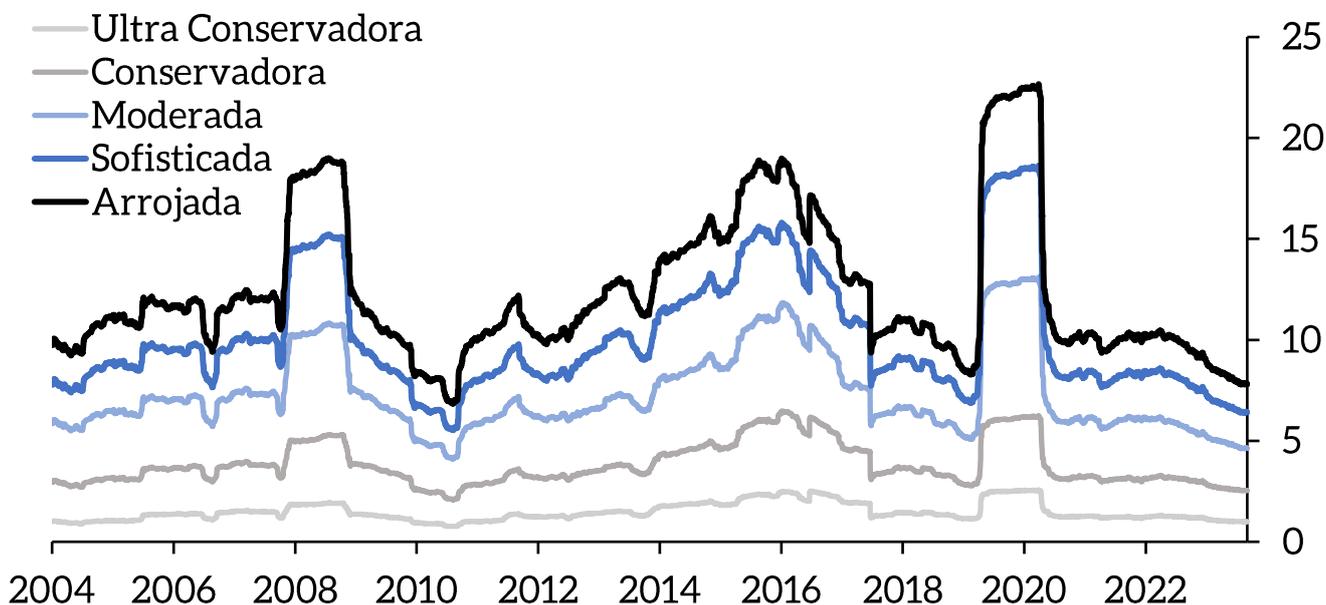
Retorno Mensal



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. (CNPJ01.294.929/0001-33). 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.