

■ Cenários e perspectivas

1. Cenário Econômico

O mês de abril iniciou em meio as tensões advindas do agravamento da Crise Bancária nos EUA, que levou os principais bancos centrais a um novo dilema. Continuar elevando a taxa de juros em nome do controle inflacionário ou reduzir marginalmente a taxa de crescimento dos juros, mantendo o sistema financeiro, em especial o bancário, minimamente saudável.

Nesse contexto, as atenções se voltaram para última “superquarta” (3/5), onde tivemos a elevação da taxa de juros por parte do FED de 0,25%, em linha com o mercado, justificada pelos sinais de estagnação da economia norte-americana e os potenciais efeitos da quebra de bancos pequenos e médios no sistema financeiro.

No Brasil, o Bacen resolveu manter uma postura vigilante com relação a inflação e optou por manter estável a Taxa Básica Selic em 13,75% ao ano. A grande discussão continua em torno do fato da taxa de juro real no país estar extremamente elevada e os agentes políticos passam a cobrar o início do ciclo de cortes na Selic. O temor por parte do Copom é o núcleo da inflação que estaria em torno de 8,0% anual contra os 4,65% registrados. Em tese, o IPC-A estaria comprimido em razão das ações de política monetária somadas a desoneração dos combustíveis ocorrida no final de 2022. Na medida em que o novo Governo promoveu a reoneração dos combustíveis, é esperado que os efeitos inflacionários, que ainda não refletem nos principais indicadores, impactem a variação de preços.

Ademais, as fragilidades identificadas no novo Arcabouço Fiscal pesam além do fato da matéria ainda não ter tramitado no Congresso Nacional. A postura do Governo em aumentar os gastos imputa maior risco inflacionário, justificando a manutenção da taxa.

Posto isto, por que a taxa de juros se encontra em 13,75% ao ano? Devido a inflação ter atingido 12% em 12 meses em 2022. E, por que o Bacen não cortou os juros até o momento? Em razão da argumentação de que a inflação deve permanecer baixa excluindo as sazonalidades impostas pela oneração dos combustíveis.

Sendo assim, uma vez a inflação seguir estável no patamar atual, o Copom deverá iniciar o ciclo de baixa da Selic, o que poderá acontecer a partir de junho. As perspectivas indicam que a Selic termine o ano entre 12,0% e 12,5% ao ano.

No campo político surgiu a hipótese de o CMN elevar a meta para inflação de 3,25% para 4,5%, cujo nosso entendimento seria o princípio da desancoragem das expectativas de mercado com efeito nocivo sobre a credibilidade das políticas fiscais e monetárias. Entendemos, por princípio, que a meta pode ser alterada quando ela for alcançada (cumprida) e não em meio a sazonalidades. É certo que com uma meta mais elevada teremos uma inflação mais elevada com efeitos inerciais.

Os analistas de mercado apontam arrefecimento da inflação, em face da forte queda nos preços das commodities registrados no último ano: petróleo (-26%), gás (-39%), ferro (-20%), trigo (-42%), soja (-13%) e milho (-25%). Desta forma, o mercado antecipa a queda de juro futuro e aumenta a exposição na bolsa de valores. O Ibovespa que auferiu perdas de 18% de outubro/2022 até março/2023, apresenta ganho de 8% nos últimos 32 dias (base 9/5/23).

Complementarmente, no Brasil ainda pesam o elevado desemprego e o endividamento das famílias, que combinados estão provocando forte inadimplência nos bancos e no setor de varejo, elevando o risco de recessão caso a taxa de juros não ceda.

Quanto as projeções, estimam-se para 2023 o IPC-A a 6,02%, a Taxa Selic a 12,5% a.a., a Taxa de Câmbio (R\$/US\$) a 5,10 e o crescimento do PIB a 1,0%. A dívida líquida deverá atingir 60%/PIB e a bruta 75%/PIB. O resultado primário projetado é de -1%/PIB e o nominal é de -7,8%/PIB.

Nos EUA a elevação da taxa de juros (5,25% a.a.) deve marcar o fim do ciclo de alta dos juros, considerando que a economia segue resiliente com pleno emprego e com bom balanço das famílias.

Na Zona do Euro as preocupações com a inflação ainda prevalecem e as expectativas indicam para continuidade da alta da taxa de juros de forma contundente pelo BCE, elevando o risco dos países mais alavancados como a Grécia, Portugal, a Espanha e a Itália.

Do lado da China continuam as perspectivas de crescimento na ordem de 5% em 2023, um crescimento menor do que o esperado mais acima da média global, o que contribui para o setor de exportação brasileiro. Outro fato relevante foi a inédita reeleição a presidência pela terceira vez consecutiva do presidente Xi Jinping e a recondução dos seus apoiadores no Partido Vermelho (março/23), reforçando a probabilidade de cumprimento da meta de crescimento do país.

No campo geopolítico, as tensões em a Rússia e a Ucrânia aumentaram, com intensificação dos ataques por parte do presidente Putin. Ainda, verificamos o acirramento das discussões entre a Rússia, China e os EUA, mas com baixo impacto nos mercados globais até o momento, cabendo monitoramento constante.

2. Estratégia das Carteiras

O cenário doméstico encontra-se conturbado com a queda de braço entre política monetária e a política fiscal. No radar temos uma onda de curto prazo de manutenção dos juros altos e recuperação parcial da bolsa, cujo P/L encontra-se em 8,5 anos, historicamente muito baixo (patamar de 2009).

Caso a queda de juros se concretize, a estratégia será auferir ganhos expressivos na Renda Fixa, aproveitando a “ponta curta” da curva de juros futura e, simultaneamente, aumentar a exposição de forma comedida na bolsa de valores, aproveitando o “rali” de curto e médio prazos, não abandonando a disciplina quanto a geração de “Alpha” (retorno com fundamentos).

2.1 Renda Fixa

Continuamos investindo em títulos com baixíssimo risco de crédito, como as LFTs (risco soberano). Com a perspectiva de queda de juros, passamos a diversificar a carteira aproveitando as emissões privadas pré-fixadas de curto prazo e médio prazos do segmento bancário (FGC), com indicadores de solvência elevados, em razão da deterioração dos indicadores de inadimplência no SFN.

2.2 Renda Variável

Diante do novo cenário, estratégia tem sido redução da proteção por meio de caixa (*hedge*) de 20% da posição para 15%. Os recursos serão destinados a aumentar a exposição em bolsa de valores local. Vale reforçar que as posições vendidas (*hedge*) em BOVA11 (BTC) foram “zeradas” em março, devido a reversão de tendência da bolsa. Desta forma otimizamos os resultados da nossa carteira.

O processo de diversificação do risco sistêmico está mantido, com investimento no S&P500 (bolsa norte-americana), em razão da perspectiva de fim do ciclo de alta de juros e da resiliência da economia dos EUA.

3. Conclusão

A conjuntura de curto prazo pressupõe maior exposição ao risco e retornos ligeiramente melhores. Em face das incertezas apresentadas, a gestão segue priorizando a preservação de capital e a manutenção de ganhos com rigoroso controle de riscos. A disciplina na busca por ativos de qualidade, com elevada liquidez e bons fundamentos encontra-se preservada.

Renan S. Silva Jr
Gestor, CGA