

Carta Mensal

SETEMBRO 2023

Cenário Macroeconômico e Político

A exemplo do que aconteceu em agosto, setembro foi um mês marcado pela renovação das preocupações relativas ao cenário internacional. Mas, desta vez, a despeito de China ainda preocupar, as atenções se voltaram para os juros americanos, especialmente os mais longos. E esta preocupação acabou provocando um início de movimento de reprecificação de ativos com escala global. Por aqui, o mês foi de intensa comunicação do Banco Central com o mercado, e o recado dado foi um só: o corte de juros vai continuar, mas o ritmo vai ser de fato de 50 em 50 bps – e o cenário externo conturbado foi mais que suficiente para fazer que o mercado comprasse esta tese.

Começando pelos EUA, a principal fonte de preocupação nas últimas semanas, o foco foi um só: taxa de juros. Isso porque, se por um lado o Fed parece sinalizar que o final do ciclo de aperto monetário se aproxima, por outro, o mercado parece certo de que os juros terão que ser mantidos em patamares contracionistas por muito tempo. Isso significa que, ainda que o Fed comece seu ciclo de cortes em 2024, como parte do mercado acredita que de fato possa acontecer, esta queda será lenta o suficiente para manter os juros do país acima da taxa neutra, que de maneira geral é a taxa de juros de equilíbrio na economia – permitindo, portanto, que ela cresça sem gerar inflação de longo prazo. No caso dos EUA, estima-se que o juro neutro esteja em torno de 2,5%, o que significa que o atual patamar (5,25% - 5,50%) é bastante contracionista.

O que o mercado está nos dizendo ao negociar as taxas de longo prazo entre 4,5% e 4,8%, e foi isso que aconteceu com o rendimento dos Treasuries de 10 anos nas últimas semanas, é que esta taxa precisará se manter em um patamar muito contracionista por muito tempo. Esta percepção se baseia, claro, nos atuais níveis de inflação e na resiliência da atividade local, mas não só nisso. As preocupações com a questão fiscal norte-americana, que tem uma dívida pública elevadíssima, também estão por trás do movimento – que, não à toa, ganhou força após o rebaixamento do rating do país pela agência classificadora de risco Fitch, de AAA para AA+, em agosto deste ano. O corte da nota aconteceu justamente depois de mais uma negociação para o aumento do teto da dívida, e teve como justificativa a deterioração fiscal esperada para os próximos três anos. Assim, o que vimos ao longo de setembro, e que parece continuar no começo de outubro, é um mercado bastante cético acerca da volta da inflação norte-americana à meta de 2%, e também muito preocupado com o comportamento de despesas, dívida pública e comprometimento fiscal. A consequência disso foi um mês de perdas para os principais ativos de risco, assim como de fortalecimento do dólar – afinal, com precificação de juros tão altos no longo prazo, era de se esperar que a liquidez migrasse para os Estados Unidos.

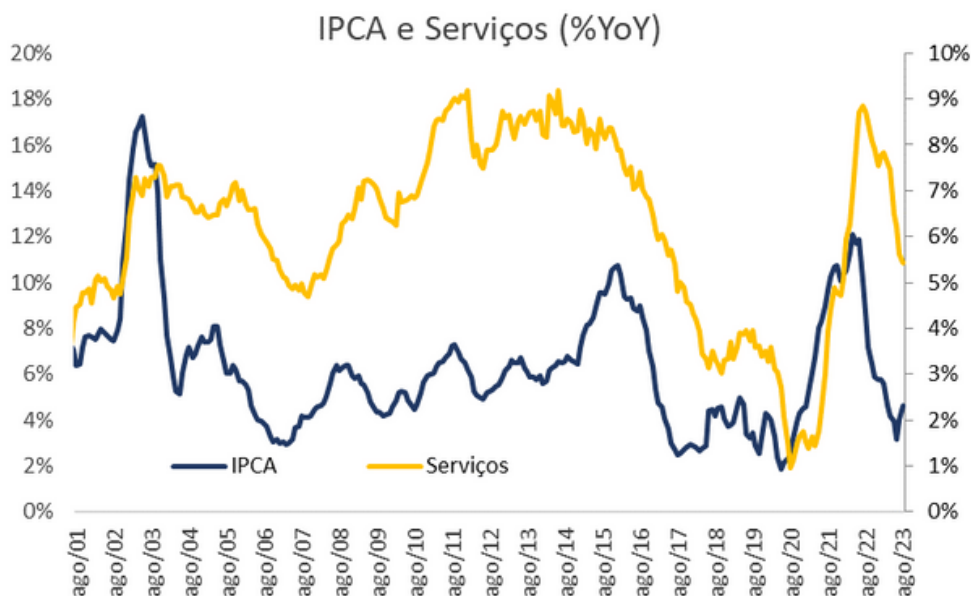
Ainda sobre o cenário externo, a China continuou sendo outro ponto de preocupação em setembro. É verdade que desta vez o foco ficou muito mais em torno dos juros norte-americanos, mas não podemos deixar de lado os indicadores de atividade ainda frágeis, e o mercado imobiliário que seguiu preocupando. Neste sentido, o governo de Pequim, junto com o PBoC (Banco do Povo, o banco central chinês), anunciou novas medidas – algumas focadas especificamente no mercado imobiliário, outras voltadas em tentar voltar a levar liquidez ao mercado acionário, e outras direcionadas à recuperação do

Cenário Macroeconômico e Político

consumo. Dentre as medidas anunciadas, estão a redução dos pagamentos iniciais mínimos e redução das taxas de juros para hipotecas - políticas que, juntas, segundo o governo, podem impactar mais de 60% dos empréstimos habitacionais do país. Além disso, foi anunciada a redução do compulsório bancário do país em 25 bps, que agora passa a 7,4%. Mas, a despeito das novas medidas anunciadas, a percepção geral é de que elas não serão suficientes para restaurar a confiança na economia chinesa, o que deverá de fato ter como impacto um crescimento menor. Se no começo do ano o governo prometia entregar um crescimento de 5% e boa parte do mercado acreditava nisso, o que se vê agora é um movimento generalizado de revisão nos números de crescimento da China. Faltando apenas 3 meses para o final do ano, é cada vez menos provável que o crescimento prometido seja entregue, e as projeções agora giram em torno de 4%. Isso porque, além do mercado imobiliário local, que vem drenando boa parte do crescimento, o mundo em desaceleração não tem ajudado – e, ao contrário disso, os números referentes às exportações chinesas nos últimos meses justificam a fraqueza do setor manufatureiro do país. Adicionalmente, e curiosamente, os dados de poupança acabam expondo uma outra face da crise: com o fechamento da economia e a demora em reabrir a economia, a taxa de poupança da população chinesa chegou a níveis bastante altos, o que, esperava-se, fosse revertido em consumo após a reabertura. No entanto, não foi isso que aconteceu, e, ao contrário, o consumo interno segue bastante tímido – evidenciando que, além do mercado, a própria população chinesa não está confiante na prometida recuperação.

Por aqui, o destaque do mês ficou por conta da política monetária – menos pela decisão em si, já que o corte de 50 bps que levou a Selic a 12,75% já era esperado, e mais pela comunicação do Banco Central com o mercado. Isso porque, tanto no comunicado pós-decisão, quanto na ata referente à reunião e depois na entrevista coletiva que sucedeu a divulgação do Relatório Trimestral de Inflação (RTI), o Banco Central adotou um tom um pouco mais *hawkish* ao falar da condução da política monetária: se por um lado o Copom confirmou que, sim, os cortes vão continuar, por outro, a comunicação foi bastante enfática ao sinalizar que estes cortes serão de 50 bps, e não mais do que isso, como o mercado chegou a tentar precificar em determinados momentos. Isso porque, segundo o BC, o cenário externo parece estar mais adverso, em parte inclusive pelo comportamento dos juros longos norte-americanos, ao mesmo tempo em que ainda existe um risco fiscal no Brasil – já que o Arcabouço Fiscal prevê a zeragem do déficit primário no ano que vem e a geração de superávit já em 2025, algo que não é compatível, por exemplo, com as projeções do Relatório Focus (que prevê déficit até 2026). Adicionalmente, o El Niño e as mudanças climáticas impostas pelo fenômeno podem impor um viés de alta para os preços dos alimentos – que em 2023 podem não impactar tanto a inflação por estarem, neste momento, em um patamar ainda deflacionário; mas, de todo modo, é um risco que não pode ser desprezado. Assim, o mês foi marcado pela consolidação da visão de que o ritmo de corte na taxa Selic só deverá mudar se houver uma mudança relevante no cenário – o que, ao menos por ora, não parece ser o mais provável. Do ponto de vista da inflação, o Banco Central segue sinalizando que o cenário ainda é benigno, o que de fato tem sido comprovado pelas divulgações: a alta de 0,23% no IPCA de agosto, por exemplo, foi impulsionada basicamente pela tarifa de energia elétrica em algumas capitais e pela alta nos preços de combustíveis. Núcleos desaceleraram, índice de difusão desacelerou, e mesmo serviços, que voltaram a subir na comparação mensal, mantiveram a trajetória de desaceleração em 12 meses.

Cenário Macroeconômico e Político



Fonte: IBGE. Elaboração: B.Side Investimentos.

Mercados

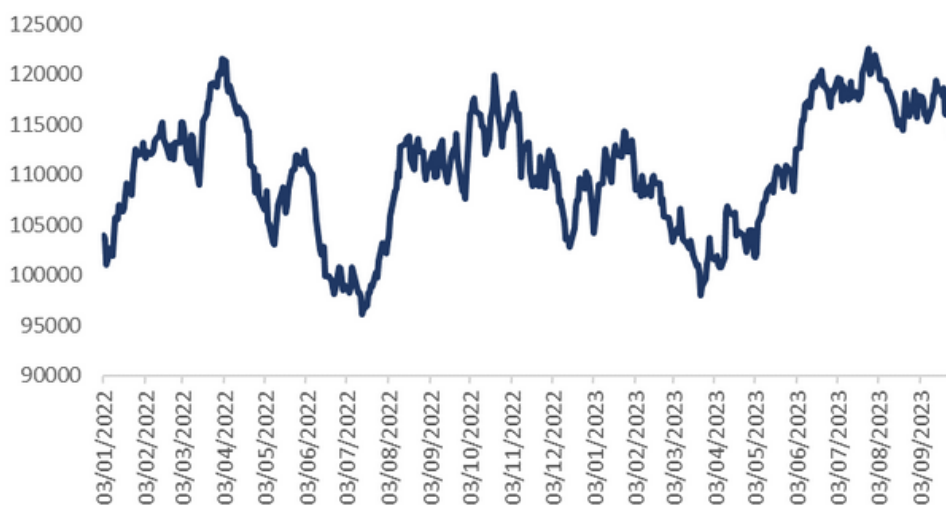
Bolsa

Depois de um mês de agosto marcado por fortes perdas para os mercados ao redor do mundo, esperava-se que setembro pudesse ser marcado por alguma recuperação. Não foi o que se viu, e, ao contrário, o último mês foi mais uma vez caracterizado por uma forte preocupação em torno da política monetária norte-americana. Por um lado, pesaram as incertezas sobre inflação e atividade, que parecem responder de forma mais lenta ao aperto monetário em vigor. Por outro, a preocupação com a questão fiscal do país ganhou força na última semana do mês, frente uma nova rodada de negociações orçamentárias na Câmara. Com isso, o que se observou foi um movimento de reprecificação de alguns ativos, com os juros de longo prazo norte-americanos chegando às máximas desde outubro de 2007. O movimento, claro, impactou os mercados acionários, e no fechamento do mês, Dow Jones, S&P e Nasdaq tinham quedas acumuladas de 3,5%, 4,87% e 5,91%, respectivamente.

Por aqui, o Ibovespa teve um mês marcado por forte volatilidade, mas conseguiu encerrar em alta de 0,71%, aos 116.565 pontos – o que se explica prioritariamente por papéis ligados a commodities. De todo modo, o início de outubro reverteu esta tendência e o mês já começou com perdas também para a Bolsa brasileira. Outro destaque de setembro ficou por conta do fluxo, já que com os juros longos nos Estados Unidos subindo, o que se viu foi uma saída de liquidez das economias emergentes. Por aqui, o mês de setembro encerrou com um saldo negativo de R\$ 1,687 bilhão na B3 (apesar de negativo, o número ficou bem abaixo da retirada de R\$ 13,205 bilhões em agosto). No ano, no entanto, o fluxo ainda está positivo em R\$ 9,233 bilhões.

Mercados

Ibov 2022-2023



Fonte: B3. Elaboração: B.Side Investimentos.

Juros

O mercado de juros brasileiro acompanhou ao longo de todo mês de setembro o comportamento do mercado norte-americano. Assim, se o último mês foi marcado por uma reprecificação por lá, especialmente dos rendimentos mais longos (10 anos), movimento similar aconteceu por aqui, onde a abertura foi observada com mais força nos vértices intermediários e longos da curva.

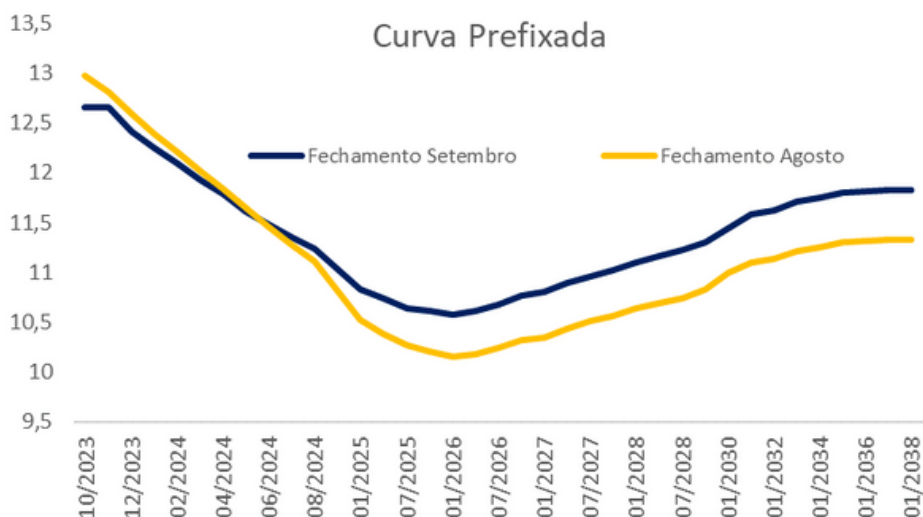
EUA: Rendimento Treasury de 10 anos (%)



Fonte: Bloomberg. Elaboração: B.Side Investimentos.

Mercados

Embora o movimento tenha sido em boa parte impulsionado pelo mercado externo, há uma pequena parte que também pode ser explicada pelo componente local: com o Copom reforçando seu discurso no sentido de não acelerar, ao menos por ora, o ritmo do corte de juros, o mercado “recalibrou” suas apostas em torno de cortes de 50 bps. Além disso, parte do comportamento da ponta longa pode ser atribuído, ainda, às constantes preocupações fiscais, que nos últimos meses se traduzem em dúvidas acerca da capacidade do governo entregar superávit primário já em 2025.



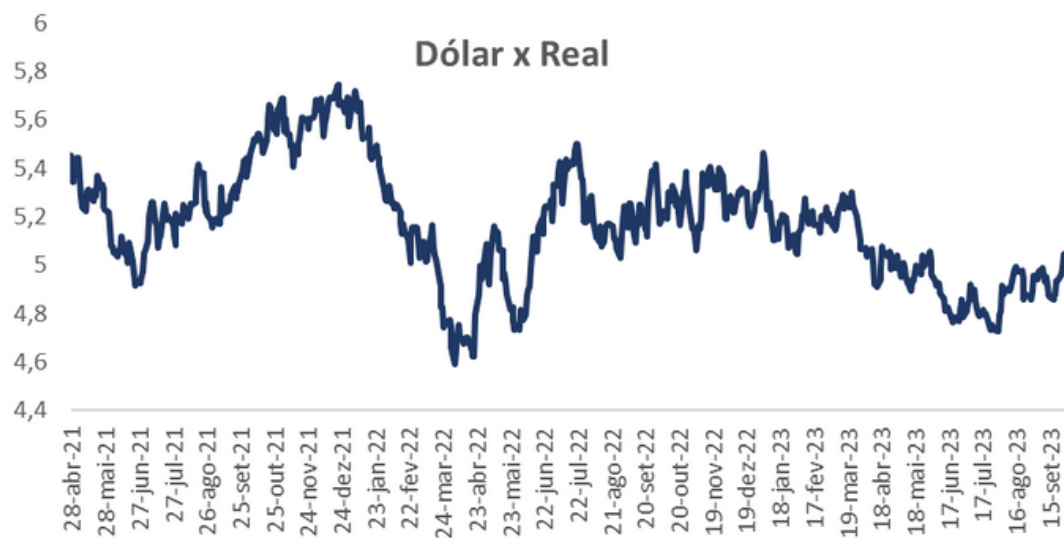
Fonte: Bloomberg. Elaboração: B.Side Investimentos.

Câmbio

Setembro foi um mês de aumento de aversão ao risco, porém, mais do que isso, setembro foi marcado por uma abertura considerável na curva de juros norte-americana – especialmente na ponta mais longa. Com isso, o que se viu ao longo do último mês foi um movimento de saída de capital de economias emergentes, atraído por uma melhor remuneração da maior economia do planeta. Assim, o que se observou ao longo das últimas semanas foi um enfraquecimento não só do real, mas de praticamente todas as divisas de países emergentes e exportadores de commodities.

Por aqui, o dólar encerrou setembro cotado a R\$ 5,0268, alta de 1,53%. Somente na última semana, quando o movimento dos juros americanos ganhou força, o ganho do dólar frente ao real foi de 1,91%.

Mercados



Fonte: BCB. Elaboração: B.Side Investimentos.

O conteúdo desse material não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso da B.Side Investimentos. O conteúdo desse material foi gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais a B.Side Investimentos não tem qualquer controle. As informações desse material refletem as condições mercadológicas na sua respectiva data de divulgação, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões.

As informações contidas nesta apresentação são meramente informativas e não podem ser consideradas como recomendação de investimento ou única fonte de informações no processo decisório do investidor, que, antes de tomar qualquer decisão, deverá realizar uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos, face aos seus objetivos pessoais e ao seu perfil de risco ("Suitability"). RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. Assim, não é possível prever o desempenho futuro de um investimento a partir da variação de seu valor de mercado no passado. A B.Side Investimentos não assume que os investidores vão obter lucros, nem se responsabiliza pelas perdas.