

O preço de controlar os preços

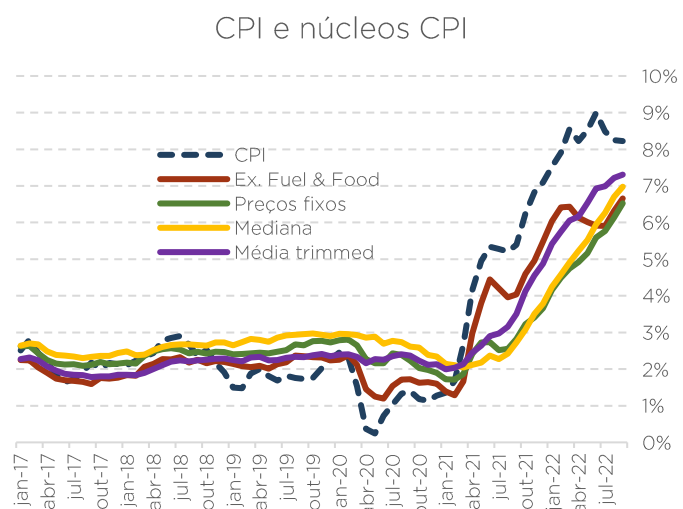
O principal assunto dos últimos três meses no mercado internacional foi a busca mais determinada dos Bancos Centrais em conter o processo inflacionário em curso em todo o mundo.

Diferentemente da década de 2010, onde tínhamos diminuição das barreiras comerciais e cadeias de suprimentos globais super otimizadas, o panorama atual é mais desafiador. A pandemia da Covid-19 trouxe quebras de diversas cadeias de suprimentos e criou uma inflação estrutural com a menor atividade comercial entre os países. Atualmente os Bancos Centrais tentam combater não só a inflação de oferta - para a qual suas ferramentas são em grande parte ineficazes - como também a de demanda, resultado das políticas fiscais expansionistas ao redor do globo.

O Federal Reserve, condutor da política monetária dos Estados Unidos, subiu a taxa básica de juros em 3% desde que iniciou o ciclo de aperto monetário em março desse ano. O mercado hoje prevê que o ciclo termine perto dos 4,75%, implicando em mais altas pela frente. O *chairman* Jerome Powell, juntamente com os outros diretores do Fed, tem implementado um discurso bastante duro sobre o controle da inflação. As falas têm sido extremamente coesas na direção de uma postura mais firme na utilização das ferramentas de política monetária.

No início do trimestre, houve a sensação de que os índices de preços talvez já tivessem atingido seu pico e iniciado um movimento de queda, o que facilitaria o trabalho do Fed. No entanto, ao olharmos para diferentes aberturas do CPI, o cenário parece bem diferente, sem uma reversão clara da tendência de aceleração.

A linha tracejada do gráfico mostra o índice de preços ao consumidor americano, cuja atual tendência de baixa foi bastante auxiliada pela queda do petróleo nos últimos meses. Com o recente anúncio de corte de produção da OPEP+, é esperada alguma reversão dessa tendência, sem que tenhamos tempo para ver essa queda nos preços dos combustíveis afetando as medidas mais nucleares da inflação.

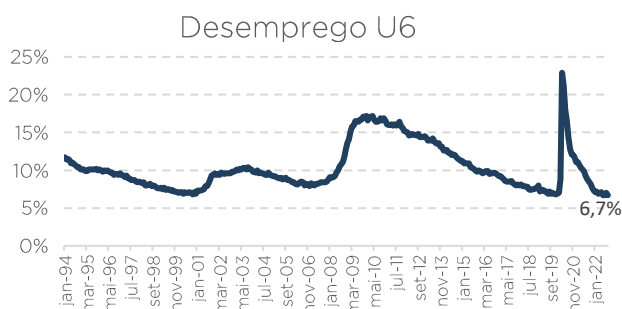


Fonte: FED St. Louis. Elaboração: Oby Capital

Ao analisarmos as medidas de núcleo, fica claro que a tendência ainda é de aceleração. Não se via tal penetração inflacionária na economia americana há mais de 40 anos, criando um carrego inflacionário que será levado para os anos

seguintes, e dificultando ainda mais o trabalho de contenção das expectativas de inflação, o principal fator que tem tirado o sono dos membros do Fed.

Outro ponto relevante é que o processo acelerado de ajuste nas taxas de juros deve levar a tempos mais difíceis para as famílias e as empresas, com provável aumento do desemprego e crescimento abaixo do potencial de longo prazo. O que os números correntes nos mostram, no entanto, é que o mercado de trabalho ainda continua bastante aquecido, com criação de novos empregos em pleno vapor.



A taxa de desemprego U6, uma medida mais ampla de desemprego pois considera como desempregados aqueles que procuraram trabalho no último ano e pararam de buscar além de trabalhadores em meio período, segue nas mínimas históricas a 6,7%.

Fonte: Fed St. Louis. Elaboração: Oby Capital

Ao analisarmos outros dados de emprego, os números confirmam que o mercado de trabalho segue bastante aquecido. O crescimento salarial é o maior desde 1984. Quando olhamos o número de vagas abertas por desempregado, o número já se afastou do topo de 2,3 vagas por pessoa, mas ainda continua acima da média em 1,6 vagas. Concluimos então que o ciclo de aperto monetário iniciado em março ainda não surtiu efeito sobre o mercado de trabalho americano e, portanto, o Fed irá continuar com seu discurso firme até que os efeitos defasados da política monetária comecem a aparecer na economia real.



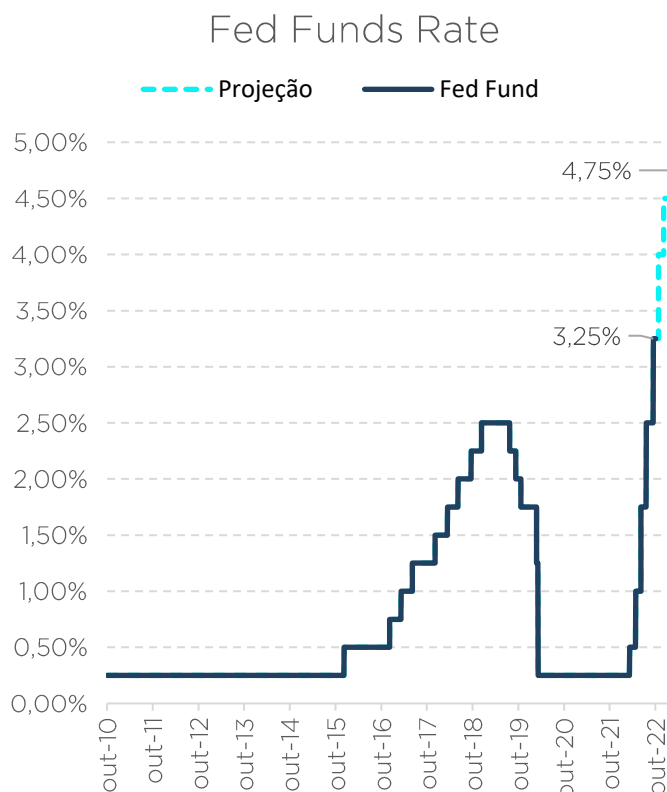
Fonte: FED Atlanta e FED St. Louis Elaboração: Oby Capital

Aprendendo com o passado

Parte do discurso de Jerome Powell em Jackson Hole foi sobre as lições aprendidas com os banqueiros centrais que já estiveram à frente do Fed. Talvez a mais prática delas tenha sido passada por Paul Volcker, que no seu período de Chairman do Fed foi responsável pelo processo desinflacionário da década de 80.

À época, houve a tentativa de cortes no juro básico antes de a inflação estar totalmente controlada, o que reacendeu o descontrole de preços e forçou uma política monetária ainda mais restritiva. Powell não quer ir por esse caminho e talvez por isso tem pregado que persistirá com o juro alto por tempo suficientemente prolongado para que a inflação retorne ao patamar esperado.

O atual processo de ajuste monetário já elevou o juro básico para o maior patamar desde 2008 e a atual estimativa do mercado é que a taxa terminal deste ciclo será por volta de 4,75%, o que implicaria em mais 150bps de aumento nas próximas reuniões.



Fonte: FED St. Louis. Elaboração: Oby Capital

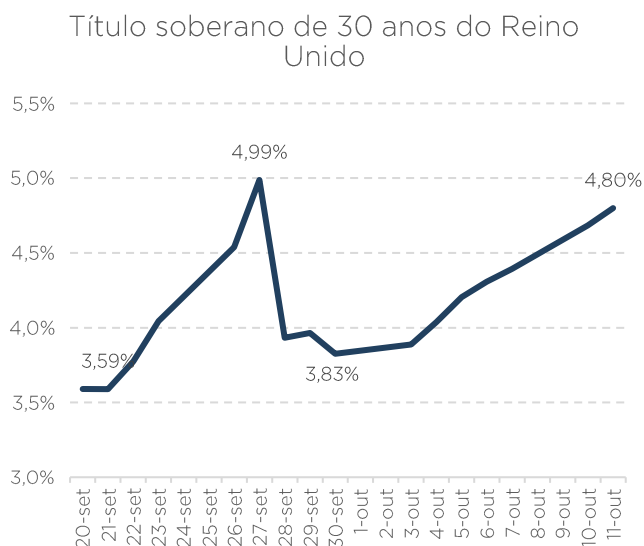
Quem paga a conta?

A velocidade da alta de juros, somada ao empenho conjunto de aperto das condições monetárias ao redor do mundo certamente vai deixar alguns estragos. Vemos três principais setores mais fragilizados durante esse processo:

1) “Empresas zumbis”: como destacado em nossa carta do 4º trimestre de 2021, acreditávamos que tais empresas seriam afetadas em caso de postura mais *hawkish* do Fed. A autoridade monetária adotou o tom mais duro e esperamos que os primeiros afetados sejam justamente essas companhias que só sobreviveram a última década pois se financiaram com um custo de crédito bem abaixo do seu prêmio de risco. A escalada das taxas de juros, que deve vir acompanhada de maior restrição à concessão de crédito por parte das instituições financeiras, definitivamente colocará as “empresas zumbis” e sua alta alavancagem em xeque.

2) Fundos de Pensão: a fim de bater as metas atuárias em um cenário de juros zero ou até mesmo negativo, esses agentes não tiveram outra opção na última década senão alocar boa parte dos seus investimentos em ativos de alto risco. O primeiro sinal de fragilidade ocorreu recentemente no Reino Unido, onde uma forte reação negativa dos mercados frente a um anúncio de pacote fiscal expansionista pelo governo britânico trouxe grande volatilidade nos títulos de longo prazo. Esses títulos são usados pelos fundos de pensão britânicos como margem de garantia para operações alavancadas, e a perda repentina do seu valor levou a uma enxurrada de chamadas de margem. É importante destacar o quanto a amplitude desse movimento é rara em um título soberano de um mercado desenvolvido: desde o pico em dezembro de 2021, tais títulos já perderam mais de 50% de seu valor.

Tal evento exigiu uma intervenção extraordinária no mercado por parte do Banco Central (BoE), que anunciou um pacote de compra de títulos de 100 bilhões de libras afim de acalmar os mercados. Entretanto fica a dúvida na capacidade dos governos de atuarem continuamente no mercado sem que haja uma perda de credibilidade fiscal. Acreditamos que problemas parecidos podem surgir nos fundos de pensão no restante da Europa, que passaram pela mesma situação de alocar em ativos de alto risco afim de cumprir suas metas atuariais.



Fonte: Bloomberg Elaboração: Oby Capital

3) Small Caps: o Russell 2000 é um índice composto por duas mil empresas small caps cuja performance operacional está muito ligada ao desempenho da economia americana, diferentemente dos componentes do S&P 500, que têm uma maior exposição ao comércio global.

O consenso hoje espera crescimento de lucro operacional de 8% e de lucro líquido de 24% em 2023 para essas ações. Essa combinação nos parece pouco provável, já que isso significaria ganhos de margens mesmo diante dos custos operacionais e financeiros em patamares elevados.

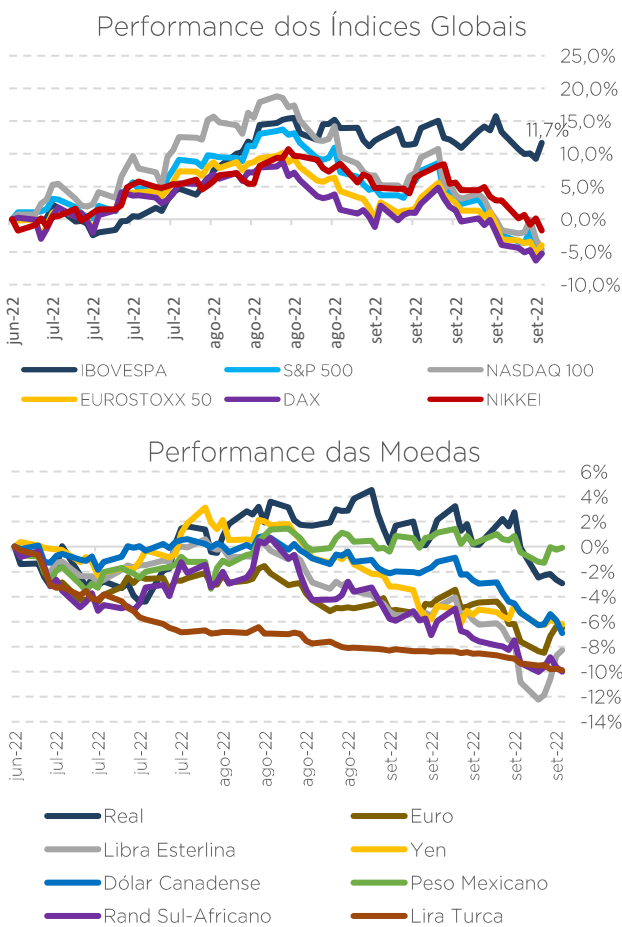
Calculamos que o custo de rolagem da dívida dessas empresas praticamente triplicou em 2022, o que pode carregar um impacto no lucro líquido de aproximadamente -15%. Com isso, considerando apenas o impacto do aumento do custo financeiro, a precificação atual não nos parece levar em conta a real possibilidade de recessão.

Se colocarmos na conta a possível perda de receita com a diminuição do consumo, impacto inflacionário e possíveis custos com aumento das demissões, nos parece que mesmo em um cenário de múltiplos próximos à média histórica, há aqui a possibilidade de uma correção adicional.

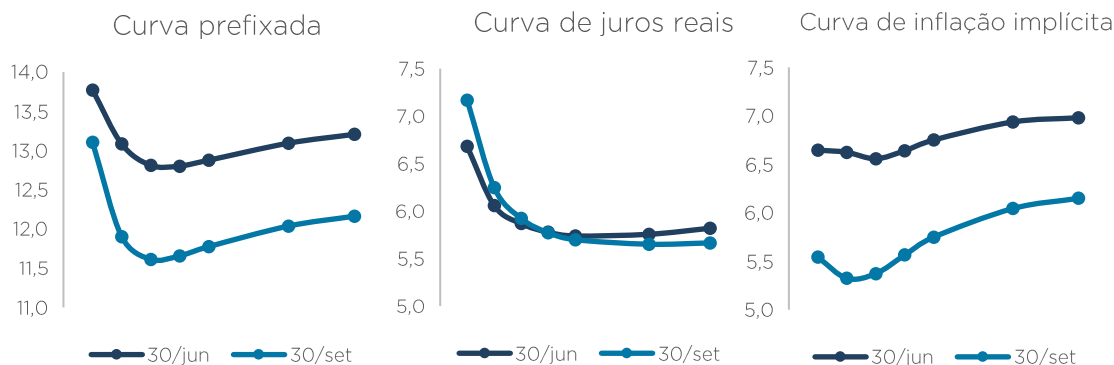
Brasil: um trimestre difícil, porém positivo

Em meio ao cenário internacional mais complexo com alta dos juros e queda das bolsas internacionais, acreditamos que a longa e dolorosa experiência do Brasil em lidar com inflação elevada o colocou em um local privilegiado de tal forma que os ativos financeiros brasileiros se comportaram bem entre julho e setembro.

As medidas de redução do ICMS levaram o IPCA a registrar três meses seguidos de deflação (julho: -0,68%; agosto: -0,36% e setembro: -0,29%). Além disso, com a forte queda do petróleo no mercado internacional e a possibilidade de manutenção do PIS/COFINS sobre combustíveis em zero a partir de 2023, as expectativas de inflação recuaram significativamente, permitindo uma queda nos juros nominais e reais, além da reprecificação positiva do nosso mercado acionário.



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Oby Capital



Fonte: ANBIMA. Elaboração: Oby Capital

Neste contexto, o Banco Central brasileiro decretou o fim do ciclo de alta de juros iniciados em março de 2021 ao manter a taxa Selic em 13,75% e decidir por aguardar o impacto dos efeitos defasados da política monetária na economia brasileira. Para evitar que o mercado colocasse nos preços dos ativos uma queda de juros em menos de 6 meses, o BC optou por enfatizar a ideia de que estaria disposto a retomar o ciclo de alta caso necessário.

É fato que este ano a arrecadação federal e a criação de empregos surpreenderam positivamente as expectativas do mercado. Com o crescimento do PIB de 2022 em torno de 2,7%, atualmente se espera uma

taxa de desemprego na casa dos 8% e um resultado primário de 0,30% do PIB ao final do ano. Assim sendo, existe uma chance de que a atividade esteja mais robusta do que sugerem os estudos do BC, aumentando a probabilidade de que os juros necessários para combater a inflação sejam ao menos mantidos em patamares elevados por mais tempo.

Por outro lado, a alta de juros ainda em andamento nas economias desenvolvidas, assim como a decorrente desaceleração e possível recessão por ela causada, deve auxiliar o processo de desinflação global, ainda que este seja lento e esteja distante do fim.

Nosso cenário-base é de que os juros possam entrar em trajetória de queda no Brasil a partir do segundo semestre de 2023. Esperamos que o ajuste promovido pelo BC continue sendo um fator importante para a manutenção do Brasil como um local atrativo para investimentos estrangeiros, com estabilidade econômica e cambial frente a um mundo envolto na luta contra a inflação, guerra, sanções econômicas e recessão.

Eleições: redução dos riscos de cauda, por ora

Nossos estudos mostravam que o resultado em sete estados-chave (SP, MG, RJ, RS, BA, CE e PE) possui boa capacidade de replicar o desempenho nacional do líder no primeiro turno. E analisando as pesquisas regionais em tais estados, víamos uma eleição muito mais disputada do que os principais *trackers* mostravam.

Ano	% Primeiro colocado no 1º turno		Erro
	7 Estados	Final	
2006	48,14%	48,61%	0,47%
2010	46,94%	46,91%	-0,03%
2014	39,51%	41,00%	1,49%
2018	45,87%	46,03%	0,16%
2022	49,21%	48,43%	-0,78%

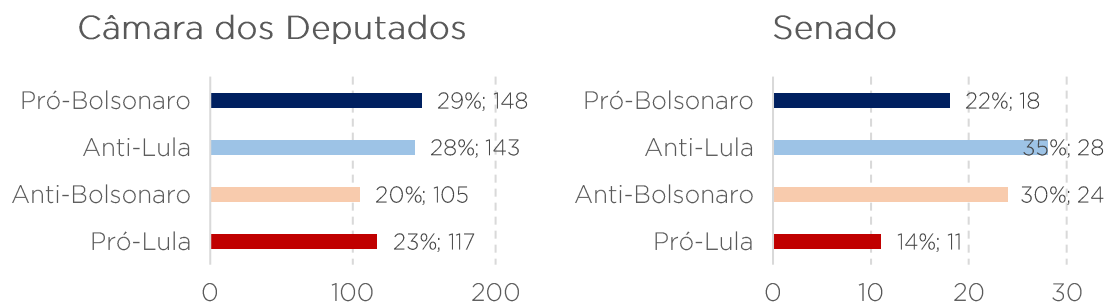
Fonte: TSE. Elaboração: Oby Capital

A eleição presidencial continua em aberto, com vantagem para o ex-presidente Lula em função da distância conquistada para o adversário no primeiro turno. Por outro lado, o presidente Bolsonaro entra em melhor momento para o segundo turno, devido à força demonstrada em relação às pesquisas prévias em que era real a possibilidade de as eleições terminarem no primeiro turno.

É inegável o fato de que os resultados das eleições no primeiro turno reduziram, ao menos por ora, o risco de que políticas mais heterodoxas na economia venham a ser tomadas pelo próximo governo. Os resultados para governos regionais e legislativo confirmaram, ao final, uma grande vitória do bolsonarismo, mas não de Bolsonaro.

No âmbito regional, a maior parte dos governadores eleitos ou que chegam na frente para a disputa em segundo turno também possui perfil mais conservador. Em especial nos estados chave citados acima, candidatos mais alinhados à centro-direita também tiveram êxito maior do que o demonstrado pelas pesquisas prévias, com destaque para a eleição em primeiro turno em MG e RJ, e para a dianteira de candidatos governistas em SP e RS.

Por fim, o pleito para a Câmara dos Deputados e para o Senado apresentou como resultado uma composição com maioria de centro-direita, com perfil conservador e avesso a pautas consideradas mais radicais ou ideológicas.



Fonte: TSE. Elaboração: Oby Capital

Concluimos que caso o presidente Jair Bolsonaro seja reeleito, o ambiente legislativo (em conjunto com a composição dos governos estaduais) parece mais propício à continuidade de reformas e medidas que melhoram o ambiente de negócios, sem um alto custo de negociação de novos acordos políticos, em contraste ao ocorrido nos primeiros anos de seu mandato atual.

Por outro lado, uma vitória do ex-presidente Lula deve trazer uma dinâmica diferente: **(i)** com a necessidade de vários acordos partidários para conseguir governabilidade; **(ii)** um amplo debate fiscal, com dificuldade de reversão de PECs aprovadas desde 2016 como o Teto de Gastos e a Reforma Trabalhista; **(iii)** baixa probabilidade de reversão dos programas de concessões e privatizações realizados – mas com redução da velocidade de continuidade de tais projetos; e **(iv)** exigência, por parte do mercado, para a definição de nomes de fora da pauta ideológica para cargos no Ministério da Economia.

Desde a famigerada MP 579 do setor elétrico no governo Dilma, passando pela Nova Matriz Econômica, pela utilização de bancos públicos para fornecer crédito subsidiado em volumes extraordinários, pelos casos do Mensalão, Petrolão, Joesley, crise de 2015/2016 e todo o embate vivido desde 2019, o Brasil ainda não conseguiu recuperar a credibilidade perdida perante aos investidores internacionais.

Para que se concretize um cenário de fluxo de investimentos para o Brasil nos próximos anos, vemos como necessários cinco fatores: **i)** a melhora do ambiente de negócios e suporte à liberdade econômica; **ii)** a manutenção dos contratos já estabelecidos (segurança jurídica); **iii)** boas políticas econômicas com foco na continuidade de reformas (especialmente tributária e administrativa); **iv)** âncora fiscal que leve a uma trajetória de estabilização da dívida; **v)** estabilidade social e institucional.

E apesar de nada disso ser novidade para os candidatos, nem sempre parece que estes temas estão entre as prioridades – principalmente em época de campanha eleitoral. Daqui em diante os mercados irão interpretar as sinalizações do vencedor sobre sua equipe econômica, sobre a abordagem quanto às reformas e o zelo, ou não, pelo dinheiro público.

Agradecemos pela confiança,

Equipe Oby Capital