

Mudanças a caminho...

A alta acelerada de juros causou sua primeira vítima, o Silicon Valley Bank – SVB – teve sua intervenção decretada em meio a uma corrida à bancos como não se vê há muito tempo. O SVB é o 16º maior banco americano e entre seus principais clientes eram startups que utilizavam suas contas para receber o dinheiro de ventura capital. Durante 2020, quando as pessoas ficaram em casa, a área de tecnologia teve uma grande captação, esse dinheiro foi direcionado ao SBV, com isso os depósitos explodiram passando de USD64 bilhões em 2019 para USD195 bilhões em 2022, um crescimento de 205%.

Fig. 1 – Depósitos do SVB

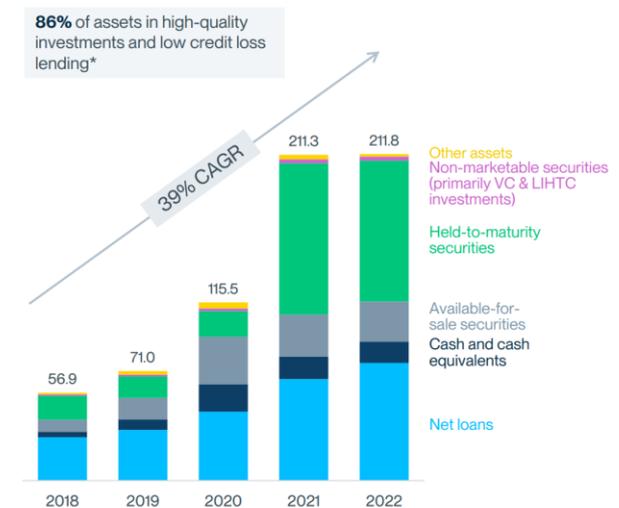


Fonte: Relações com investidores

Para não deixar seus depósitos sem aplicação, o SVB direcionou os depósitos para títulos de longo prazo alocando seus investimentos na conta “*Held to Maturity*” sem reconhecer as perdas que ocorreram quando os juros subiram, e quando necessitou vender isso acarretou as perdas que levaram a uma corrida ao banco.

Vamos falar mais desse tema abaixo, mas é importante que guardem essas palavras “*Held to Maturity*” por que elas são o ponto chave desse relatório.

Fig. 2 – Ativos do SVB



Fonte: Relações com investidores

Em seguida, no dia 12 de março, o Signature Bank teve sua intervenção decretada causando pânico quando o mercado começasse no dia seguinte. O Federal Reserve Bank – FED, e o Federal Deposit Insurance Corporation – FDIC, agiram rápido e declararam que todos os depósitos americanos estavam seguros, estabelecendo uma linha de crédito para socorrer os bancos, mas isso não evitou que na segunda feira os bancos, segundo o TradeMap, perdessem USD111 bilhões de valor de mercado na segunda feira.

Do outro lado do Atlântico, o Credit Suisse Group - CS, abalado por sua má gestão em precificação de ativos, que levou a perdas junto a Archegos e ao Greensill Capital, necessitou de uma intervenção mais expressiva junto ao Banco Central da Suíça, que disponibilizou USD54 bilhões para salvar o banco. O Credit Suisse perdeu USD119 bilhões em depósitos durante o 4 trimestre de 2022, quando o CS reportou um prejuízo de 7,29 bilhões de francos suíços.

OS TÍTULOS DE RENDA FIXA VARIAM COMO TODOS OS OUTROS!

Ao final, todos os bancos foram adquiridos com exceção do Signature Bank, mas o que levou a quebra de bancos? A resposta a essa questão é

simples: os títulos de renda fixa variam como todos os outros.

Vamos utilizar um exemplo simples para exemplificar o que estamos dizendo. Se um investidor coloca R\$1.000 em um fundo de duração de um ano que paga 2% a.a. de juros, ao final ele espera tirar R\$1.020 desse fundo, o principal (R\$1.000) e mais os juros de R\$20. Quando o Banco Central sobe o juro para 3%, esses mesmos R\$1.020 passam a valer R\$990.2 a valor presente, porque o juro subiu na economia, e eles refletem uma perda que não é mostrado pelos bancos por que os títulos ficam alocados em carregar até o vencimento (“*Held to Maturity*”), lembra da conta que quebrou o SVB? Pois é.

O FED parece que tomou um susto, mas...

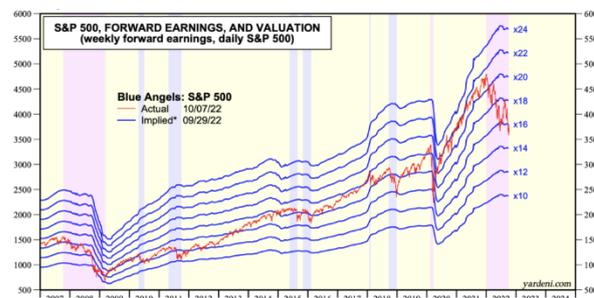
Uma semana depois, o FED subiu os juros novamente em 0,25%, atingindo 5.0%, citando que a inflação está elevada e que o trabalho primordial do FED é trazer a inflação para sua meta de 2%. As condições no mercado de trabalho americano arrefeceram um pouco, mas há muitas vagas, superando os que procuram emprego.

Assim, fica difícil projetar o S&P500. As variações de resultados vão de USD195 a USD231, uma dispersão de USD36, que representa 18,5% do valor mínimo. Isso sem falar nos múltiplos que oscilam entre um P/L de 17,8x a um P/L de 21,7x considerando o fechamento de março de 4.109.

Isso nos traz de volta a um gráfico emprestado de Ed Yardeni que demonstra que para uma taxa de juros de 4% o P/L deveria ser de 14x, o que nos coloca na faixa de 2.730 a 3.234 pontos.

A taxa de juros é de 5.0% e ainda com um viés de alta! O S&P 500 ainda tem muito espaço para cair e é por isso que nós mantemos uma posição de caixa desde o início do ano, acreditando em nossas crenças. O Brasil é sempre um país com atraso nas cotações, subindo quando há uma variação de preço em commodities.

Fig. 3 – Lucro e avaliação do S&P500



Fonte: Ed Yardeni

O ECB continua subindo os juros...

Apesar da corrida aos bancos que afetou os EUA, e a Europa também, através da venda do Credit Suisse para o UBS, o ECB continuou a alta de juros, agora para 3,5%. Em seu discurso dado em “The outlook for the economy and finance” Luis de Guindos, VP do ECB, disse que a situação é muito diferente de 2008, pois foram introduzidas medidas para estabilizar o sistema, e isso possibilitou a alta de juros. A inflação de energia desacelerou significativamente devendo chegar a zero no corrente ano. A reabertura da economia chinesa pode colocar pressão nos preços de commodities.

A China, com a política de Covid zero, fechou cidades inteiras e mantendo as pessoas em casa até a cidade se tornar livre da Covid. Isso criou uma segunda onda de desintermediação nas economias globais. Agora, tentativamente, a China tenta voltar a sua produção, mas com o evento da Evergrande – a maior construtora chinesa, o mundo tem dificuldade em estimar seu crescimento, uma vez que 25% do PIB era causado pela construção. E isso pode e causar um colapso em commodities. A China produz metade do aço no mundo! E sua bolsa acumula uma performance pífia de 3% no ano até 31 de março.

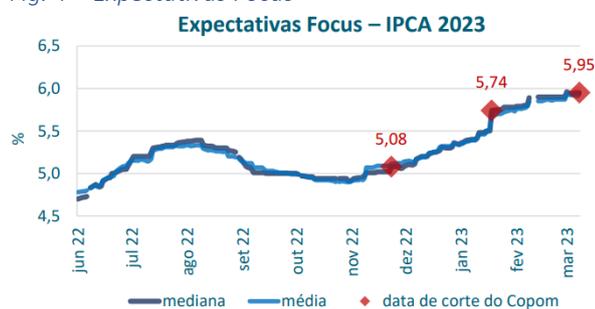
No Brasil as taxas pararam de subir...

O Banco Central Brasileiro – Bacen – manteve suas taxas na reunião de março citando que “a sinalização majoritária entre as autoridades

monetárias é de um período prolongado de juros elevados para combater as pressões inflacionárias, o que requer maior cautela na condução das políticas econômicas também por parte de países emergentes.” De toda forma, os ataques de Presidente Lula a política de juros não pareceu afetar o Copom que manteve sua política intacta.

As expectativas do Focus para o IPCA demonstram o quanto está enganado o atual presidente.

Fig. 4 – Expectativas Focus



Fonte: Relatório de inflação

A dois dias do fechamento do trimestre saiu o arcabouço fiscal com um prenúncio nada auspicioso. O fato de que as despesas vão subir independente da receita criou um mal estar no

mercado. Agora, ele vai ser enviado ao congresso para alterações.

Mudanças no portfólio

Fizemos poucas mudanças na carteira. Continuamos a reduzir as posições de CBAV3, e aumentamos a posição em MYPK3. Reduzimos NTCO3 devido ao seu endividamento que se mantém muito elevado. Fizemos caixa em algumas posições como no GRUPO SOMA, e ANIMA. Aumentamos as posições de MOVI3 e adicionamos BTGP11 E BBDC4 contra BOVA11.

Também fizemos uma aposta nas empresas pequenas de petróleo RECV3 e RRRP3 contra a PETR4 que eu acredito que vai sofrer com uma gestão mais à esquerda.

Mantivemos nossa posição de caixa entre 15% e 20% e ainda assim caímos mais que a Bolsa, isso porque alteramos a carteira para reduzir a exposição, mas não para reduzir o BETA. Quando é exposto graficamente, o BETA é a inclinação da carteira acima do Ibovespa. Ele faz a carteira performar acima do Ibovespa ou cair além do Ibovespa.

Período	Carteira	Ibovespa	(-) Ibovespa
3 meses	-8,84%	-7,16%	-1,68%
6 meses	-14,60%	-7,41%	-7,18%
12 meses	-21,59%	-15,10%	-6,49%
24 meses	-8,31%	-12,65%	4,34%
36 meses	26,42%	39,53%	-13,10%