

Cenário Internacional:

Quebra do banco SVB pode ter encerrado o ciclo de alta dos juros

- Quebra do banco SVB reacende temores de crise bancária
- Mercado de trabalho pode estar apresentando primeiros sinais de desaceleração
- O fim do ciclo de alta dos juros pode já ter acontecido e não devemos ter alta relevante nas taxas no futuro

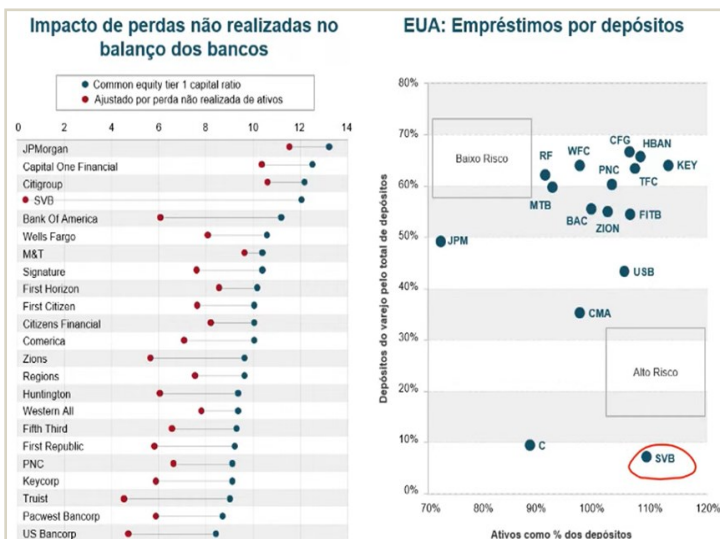
O mês de março foi marcado pelo o que talvez seja o fim do ciclo de aperto monetária do FED (banco central americano). Ao longo de janeiro e fevereiro diversos dados mais fortes do que se era esperado trouxeram para o debate a reacceleração do ciclo de alta dos juros americanos. No mês passado tivemos uma rápida reversão deste cenário.

No início do mês tivemos a quebra do banco Silicon Valley Bank (SVB), seguido pelo First Republic Bank e pelo Signature Bank. Com a aparição de rachaduras no sistema bancário americano é de se esperar que o banco central seja mais cauteloso daqui para a frente. Enquanto o custo econômico de subir os juros era baixo, o FED podia ter um discurso duro e totalmente focado no controle inflacionário. Agora com riscos de uma crise bancária o cenário mudou.

O SVB tinha características diferentes da média do sistema bancário americano e os riscos que tomou também não refletem o sistema como um todo. Ainda assim a rapidez com que tudo aconteceu impressiona. O banco tinha dois principais problemas:

- Base de depósitos concentrada e de alto volume;
- Alocação relevante em títulos públicos de longo prazo.

Comparação entre o SVB e outros bancos - EUA



Fonte WHG

O banco era conhecido por ser a principal fonte de relacionamento bancário com o ecossistema de Venture Capital.

Quase 50% das startups americanas tinham recursos com o banco. Essa base de clientes trazia um grande risco de "efeito manada". Clientes de perfil semelhante tendem a tomar decisões semelhantes. Além disso, mais de 90% dos depósitos não eram garantidos pelo FDIC (volumes acima de US\$ 250 mil).

O banco teve um crescimento muito grande de depósitos após o COVID por conta do forte otimismo dos investidores com Venture Capital. Diversas novas empresas altamente capitalizadas depositaram seus recursos no banco, o que aumentou rapidamente seus recursos. O banco, sem conseguir fazer empréstimos na mesma velocidade, investiu parte relevante destes recursos em títulos públicos de longo prazo. Com a alta dos juros americanos estes títulos sofreram fortes perdas. Quando o mercado virou e as empresas precisaram sacar seu capital depositado no banco, este teve que vender os títulos no mercado e reconhecer o prejuízo. Uma tentativa atrapalhada de levantar capital selou o destino do banco e os investidores correram para resgatar seus recursos antes que fosse tarde demais.

Após a quebra do banco, o medo se espalhou no sistema bancário, especialmente em bancos com perfil semelhante. O First Republic Bank e o Signature Bank rapidamente tiveram que sofrer intervenção do banco central americano. O FED, o tesouro e o FDIC lançaram medidas para assegurar investidores em bancos pequenos e médios de que não havia risco de calote. Por hora a situação parece estabilizada, mas o efeito na economia deve ser contracionista. O evento acelerou a saída de recursos dos depósitos bancários, que são usados pelos bancos para fazer empréstimos. Com menos depósitos e provavelmente um viés mais conservador é de se esperar que o crédito na economia diminua.

Variação em depósitos bancários anual - EUA



Fonte Steno Research, Bloomberg e Macrobonds

Como comentamos, o evento pode ter significado o fim das altas dos juros americanos e potencialmente em boa parte do resto do mundo. Como pode ser no primeiro gráfico da próxima página, as taxas dos títulos públicos americanos de 10 anos pararam de subir de maneira consistente em novembro de 2022. Os eventos recentes trouxeram os juros esperados novamente para algo próximo de 3,5% e a discussão atual é se o FED sobe mais uma vez as taxas de curto prazo em 0,25% ou se termina o ciclo de alta já na próxima reunião. Acreditamos que o viés para as taxas agora é baixista com o risco de desaceleração mais pronunciada da economia como foco das discussões.

Cenário Internacional: Quebra do banco SVB pode ter encerrado o ciclo de alta dos juros

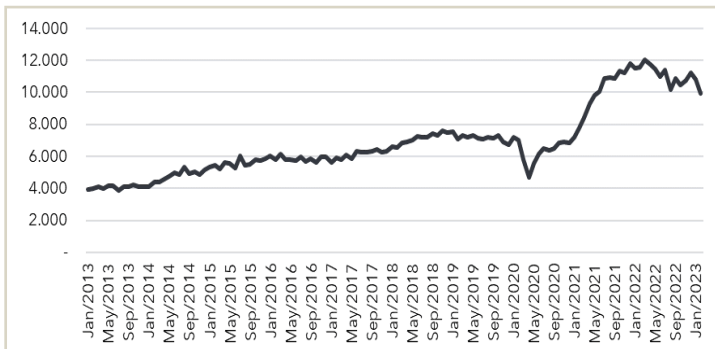
Taxa de juros dos títulos públicos de 10 anos - EUA



Fonte Refinitiv e elaboração InvestPort

Outro fator que merece atenção é o mercado de trabalho americano. No último relatório comentamos que o mercado continuava bastante aquecido e que os dados mais recentes não apontavam mais para uma desaceleração. Desde então a geração de empregos continua forte, mas começamos a ver em outro indicador o que pode ser evidência de fraqueza. Os números de fevereiro e principalmente de março, que saíram nos primeiros dias deste mês, voltam a trazer uma tendência de queda. Ainda é cedo, mas caso este indicador continue a enfraquecer, podemos finalmente ver números consistentemente mais fracos no mercado de trabalho.

Número de vagas de trabalho em aberto JOLTS - EUA



Fonte Refinitiv e elaboração InvestPort

O combate à inflação continua sendo a principal prioridade dos bancos centrais no mundo e um mercado de trabalho ainda muito apertado dificulta qualquer flexibilização. Entendemos que os riscos de contínua alta dos juros cresceram e que um mercado de trabalho mais equilibrado pode finalmente dar algum espaço para os bancos centrais estimularem a economia se necessário.

Apesar dos eventos mencionados acima, o mês terminou em um tom positivo para os mercados internacionais. Na renda variável, após uma queda no começo do mês, tivemos boa recuperação e um resultado positivo. O MSCI ACWI (índice de ações globais) terminou março com alta de 3,2%, o S&P 500 em alta de 3,7% e o índice de mercados emergentes MSCI EM subiu 3,0%. Na renda fixa os títulos do tesouro americano se valorizaram com expectativa de menos altas de taxas de juros. Os títulos nominais de 10 anos se valorizaram aproximadamente 2,9%. No crédito os resultados foram mais modestos, mas ainda

positivos. O índice de ativos de grau de investimento Global Aggregate Corporate subiu 2,8% e o de nível especulativo Bloomberg Global High Yield subiu 0,92%. Nos títulos soberanos emergentes a alta foi de 1,4% (JPM EMBI Global). Os ativos imobiliários foram o destaque negativo com o índice FTSE EPRA Nareit Dev caindo 3,4%. Nas moedas vimos uma queda de 0,7% no índice DXY (índice dólar contra uma cesta de moedas).

Cenário Brasil:

Novo arcabouço fiscal é bem-vindo, mas insuficiente para a sustentabilidade fiscal

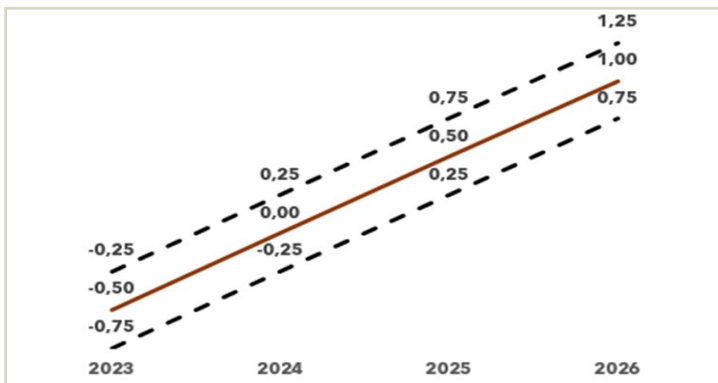
- Novo arcabouço fiscal é apresentado, mas restam muitas dúvidas
- Desaceleração do mercado de trabalho começa a impactar a renda
- Expectativas de alta de impostos impactam investimentos de maneira distinta

A apresentação do novo arcabouço fiscal foi definitivamente o principal tema do mês de março. A falta de sustentabilidade das contas públicas continua, após quase uma década, sendo o principal risco percebido por investidores. O Brasil não tem sido capaz de equacionar esta fragilidade, que eleva o custo de capital através de maior prêmio de risco exigido por investidores. O efeito é de menor disponibilidade de recursos para investimentos e consumo, diminuindo o crescimento econômico. Este tema ganhou ainda mais relevância após a PEC da transição apresentada pelo novo governo em novembro. A situação já era delicada e o aumento de gastos sem contrapartida de receita foi mal-recebido pelo mercado. A apresentação do novo arcabouço fiscal seria a solução para o mau humor.

O novo arcabouço fiscal tem aspectos positivos, mas traz muitas perguntas. O tema da sustentabilidade fiscal não deve deixar tão cedo de ser uma preocupação. A base da nova regra se sustenta em dois principais pontos:

- Metas crescentes de resultado fiscal primário com bandas de oscilação (como na imagem abaixo);
- Controle de gastos, através da limitação do aumento de despesas (máximo de 70% do incremento de receita dos 12 meses anteriores).

Meta de superávit primário e limite de bandas - Brasil



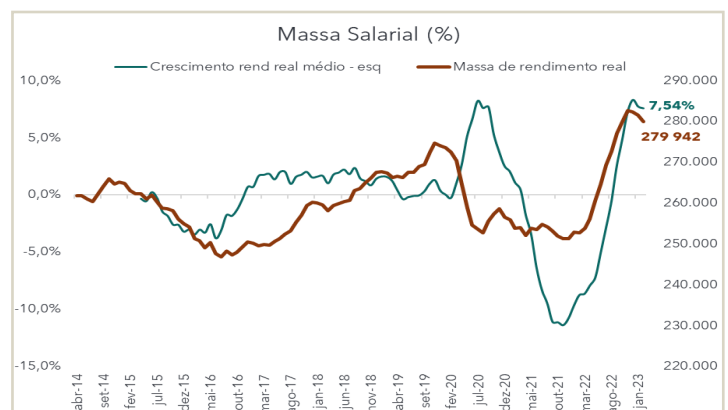
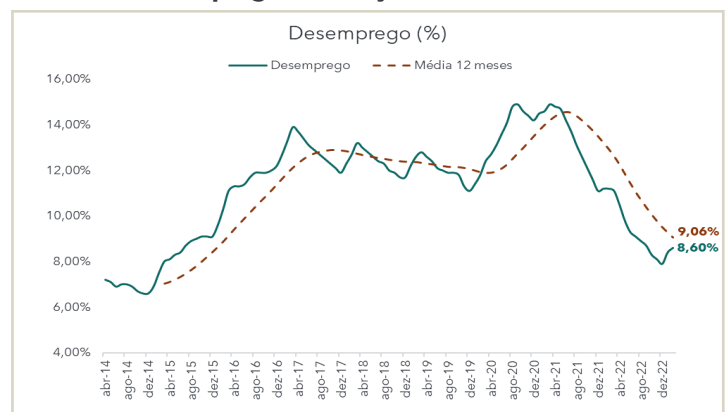
Fonte Ministério da fazenda e elaboração InvestPort

Do lado positivo temos metas de resultado fiscal primário crescente, que já em 2026 estariam próximas ao necessário para estabilizar a dívida pública, e um teto para aumento de despesas. O aspecto negativo do que foi apresentado até o momento é de que, com as informações que temos até agora, a única maneira de se entregar as metas estabelecidas de resultado primário é através de aumento relevante de carga tributária. Sem o incremento de impostos a meta não tem credibilidade e a sociedade já se mostrou bastante avessa a qualquer aumento de impostos.

O mecanismo de controle de gastos, principalmente, carece de detalhes e possui algumas fragilidades. Primeiro, há uma banda de crescimento de despesas entre 0,6% e 2,5% ao ano. Somente dentro desta banda as despesas podem crescer 70% do que cresceu a receita. Se não houver crescimento de receita, as despesas crescerão 0,6% a.a. (piso da banda), inviabilizando qualquer sustentabilidade fiscal. Vincular o crescimento de despesas ao crescimento de receita faz com que qualquer aumento de impostos se traduza em mais gastos no ano seguinte (mais receita libera mais espaço para gastos, ainda que limitado a 70% do aumento). Estes dois pontos dificultam bastante o equilíbrio fiscal, que só será possível através de uma alta da carga tributária. Expectativas otimistas de arrecadação também se fazem necessárias para o equilíbrio fiscal. Temos ainda outras dúvidas, como que os mecanismos serão utilizados para que se siga de fato a meta de crescimento de despesas em um país onde mais de 90% do orçamento público é indexado de alguma maneira e não está sob controle do poder executivo.

Em relação à economia continuamos a ver dados apontando para uma desaceleração da atividade mais pronunciada. O mercado de trabalho, que estava especialmente resiliente, vem acumulando resultados mais fracos. Não só o desemprego começou a crescer, como o crescimento da renda real começa a perder força. A desaceleração do mercado de trabalho é necessária para que tenhamos uma convergência da inflação para a meta e para que o banco central possa começar a cortar as taxas de juros. A inflação continua melhorando, mas ainda está longe de se aproximar à meta do banco central.

Taxa de desemprego e evolução da massa salarial - Brasil



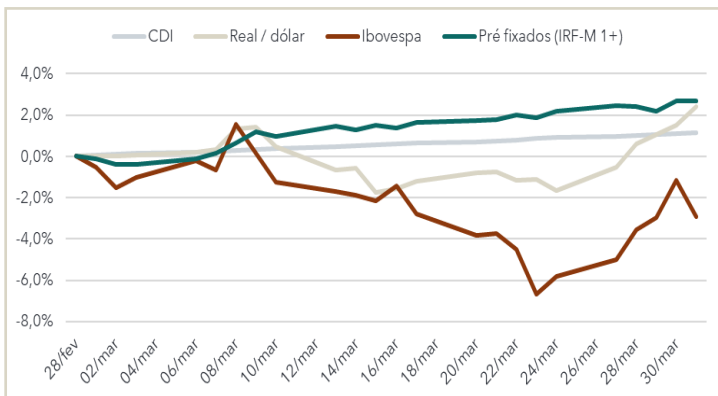
Fonte BCB e Refinitiv e elaboração InvestPort

Cenário Brasil:

Novo arcabouço fiscal é bem-vindo, mas insuficiente para a sustentabilidade fiscal

Diferentemente do que vimos no exterior, os resultados foram mistos no Brasil. O arcabouço fiscal e as expectativas de aumento de impostos impactaram os ativos de maneira diferente. Como podemos ver no gráfico abaixo, tivemos um bom mês para o real e para os ativos de renda fixa, representados pelo índice de pré-fixados. A diminuição do risco fiscal percebido foi bastante positivo para os títulos públicos e para o câmbio. Era de se esperar que este efeito também fosse positivo para a renda variável, mas a expectativa de aumento de impostos para se chegar ao equilíbrio fiscal pese negativamente no resultado das empresas. Com mais impostos sendo cobrados sobram menos recursos para os consumidores e para as empresas, o que tende a deprimir o lucro do setor privado. Um segundo aspecto negativo para as empresas é de que um aumento de carga tributária em um país que já tem impostos elevados tende a gerar menor crescimento econômico à frente.

Retorno de índices selecionados de ativos fin. - Brasil

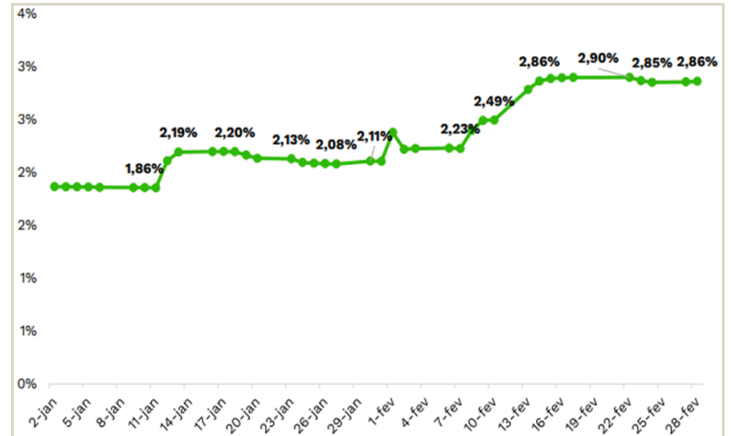


Fonte Quantum e elaboração InvestPort

O índice Bovespa teve queda de 2,9% e o índice de fundos imobiliário IFIX caiu 1,7%. No caso da renda variável as expectativas de mais impostos contribuíram negativamente, enquanto no índice imobiliário tivemos um estresse em sua parcela de renda fixa, mais especificamente em alguns fundos de perfil *high yield*, que fazem empréstimos no setor imobiliário para devedores com perfil de alto risco.

Como comentamos, a renda fixa foi o destaque do mês. O índice de pré-fixados IRFM 1+ subiu 2,7%, o IMAB (de títulos indexados à inflação) também subiu cerca de 2,7% e o real se valorizou 2,5%. Na renda fixa somente o índice de crédito privado teve retorno abaixo do CDI. O IDA-DI subiu 0,76% contra 1,17% do CDI, ainda sofrendo com o aumento das taxas dos títulos privados. A quebra da Americanas e o estresse dos títulos privados da Light reverteram o fluxo positivo de entrada de recursos em fundos de crédito. Com o receio da aceleração dos resgates, os gestores buscaram maior liquidez em seus portfólios com a venda de debêntures, o que pressionou negativamente o preço destes ativos. Já vemos uma certa estabilização nos preços (representado pelo gráfico de spread de crédito ao lado) e as taxas atuais são historicamente atrativas. O spread sobre o CDI representa o retorno adicional do investidor em relação ao CDI.

Evolução do spread do ind. de debêntures IDEX CDI - Brasil



Fonte JGP

Performance: Índices e Classes de Ativos

Índices ações globais	março	fevereiro	2023	12 meses	36 meses	60 meses
MSCI ACWI	3,15	-2,83	7,44	-6,96	15,91	7,46
S&P 500	3,67	-2,44	7,50	-7,73	18,62	11,19
MSCI Europe	2,50	-0,61	10,74	2,03	15,68	4,99
MSCI AC Asia Pacific	3,24	-5,84	4,85	-7,42	8,56	1,42
MSCI EM	3,07	-6,48	4,02	-10,30	8,23	-0,53
MSCI Brazil	0,14	-9,19	-3,18	-20,99	10,86	-4,06

Índices Renda Fixa global	março	fevereiro	2023	12 meses	36 meses	60 meses
Cash	0,42	0,35	1,09	2,61	0,91	1,38
U.S. Treasury 7-10 Year Bond	3,69	-3,21	3,55	-5,71	-5,22	0,95
U.S. Treasury 20+ Year Bond	4,81	-4,92	6,52	-17,62	-12,19	-0,64
1-5 US Infln-Lnkd Trsy	2,12	-0,59	2,23	-1,56	3,29	2,89
1-10 US Infln-Lkd Trsy	2,76	-1,15	2,95	-3,34	2,90	3,21
Invest Grade Bonds	2,78	-3,21	3,46	-6,91	-0,79	0,03
High Yield Bonds	0,92	-1,89	3,15	-4,53	4,63	1,07
EM USD Gov Bonds	1,40	-2,20	2,25	-5,86	0,31	-0,20
EM local curr Gov Bond	3,55	-2,15	5,36	0,23	-1,83	-4,20

Moedas	março	fevereiro	2023	12 meses	36 meses	60 meses
US Dollar Index	-2,25	2,72	-0,98	4,27	1,15	2,60
USD / BRL	-2,45	2,13	-2,63	7,23	-0,76	8,86

Commodities	março	fevereiro	2023	12 meses	36 meses	60 meses
Commodity Index	-0,21	-4,70	-5,36	-12,49	20,84	5,36
Gold	7,61	-5,24	8,11	0,67	5,94	7,14

Outros	março	fevereiro	2023	12 meses	36 meses	60 meses
Real Estate Index	-3,38	-4,27	0,72	-20,38	7,72	1,87
Crypto Index	11,96	0,34	59,67	-48,19	66,52	16,66
Bitcoin	22,10	0,77	71,73	-37,78	63,88	32,22

Brasil	março	fevereiro	2023	12 meses	36 meses	60 meses
CDI	1,17	0,92	3,25	13,28	7,22	6,68
Inflação curta	1,52	1,41	4,38	10,38	9,20	9,23
Inflação longa	3,73	1,17	3,61	5,03	5,69	8,43
Pré-fixado curto	3,31	0,79	4,72	10,49	3,93	7,57
Pré-fixado longo	4,28	-0,06	3,95	7,22	2,18	7,16
Imobiliário	-1,69	-0,45	-3,70	-0,68	3,45	3,21
Ibovespa	-2,91	-7,49	-7,16	-15,10	11,75	3,60



Este material foi elaborado pela Investport e destina-se ao uso exclusivo da pessoa, entidade ou sociedade à qual foi realizada e endereçada. Este material pode conter informação confidencial. Se você não for o destinatário ou a pessoa autorizada a receber material, não pode usar, copiar ou divulgar as informações nele contidas ou tomar qualquer ação baseada nessas informações. Se você recebeu esta material por engano, por favor avise imediatamente o remetente, respondendo ao remetente e em seguida descarte-o. Agradecemos sua cooperação. As informações incluídas nesta material foram obtidas de fontes públicas que acreditamos serem confiáveis e elaboradas de boa fé, mas que não foram checadas de forma independente. Não há garantia expressa ou pública em relação à precisão ou veracidade total ou parcial das informações. As informações e opiniões contidas neste documento foram elaboradas com base em dados disponíveis até o presente momento e estão sujeitas a modificações em função de condições de mercado, sem prévia notificação. Este documento foi elaborado com o objetivo meramente informativo e não deve ser utilizado de forma isolada para a tomada de decisões de investimento. Nenhum investimento deve ser realizado sem a prévia leitura dos documentos cadastrais, prospectos e regulamentos disponíveis nos sites das gestoras parceiras. Ressaltamos que fundos de investimentos não contam com garantia do administrador do Fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de crédito-FGC. Para avaliação da performance que qualquer investimento, é recomendável uma análise de sua performance passada, que no entanto não constitui garantia de rentabilidade futura. As rentabilidades divulgadas não são líquidas de impostos. Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada, não constituindo os documentos previstos na Circular 2958 do Banco Central ou na Instrução CVM 302, nem o prospecto previsto no Código de Auto Regulação da ANBID.