

# Cenário de juro alto por longo período

Várias razões conspiram para um ambiente de juro global mais alto que o padrão dos últimos 20 anos, a partir de agora e por um período longo de tempo, tais como o forte impulso fiscal agregado, o retrocesso na globalização e a maior demanda por capital.

Enquanto o impacto da expansão fiscal nas principais economias mantém a demanda pressionada, a oferta não consegue acompanhar. Quanto maior a globalização menos custoso se torna o processo produtivo, com empresas buscando o produto mais adequado, ao menor preço, em qualquer lugar do mundo. A partir da corrente divisão política e econômica em dois blocos, essa eficiência fica comprometida e os custos de produção tendem a subir.

Países e companhias saíram da crise Covid com mais dívidas e, portanto, uma maior necessidade de capital é o esperado. Maior busca por crédito eleva o custo do financiamento.

Esse ambiente vem após fortes oscilações, tanto em ritmo de crescimento global quanto do quadro inflacionário; somado à segregação mundial da maneira como vem evoluindo, em dois polos econômicos, o mais provável é a continuidade da guerra no Oriente, contribuindo para uma nova “ordem mundial”. Assim, são formadas novas alianças soberanas, aumentam os riscos de animosidade entre regiões e países e cresce a insegurança na força jurídica dos contratos internacionais.

Incertezas, insegurança legal, custo e inflação em alta. Esse não é terreno fértil para elevação da produtividade econômica global, entre outros, porque sendo a situação geopolítica atual belicosa, os países estão aumentando os orçamentos em equipamentos militares. Isso pode até impulsionar várias tecnologias de ponta no momento, mas costuma representar má alocação de recursos, levando à piora na produtividade total. Imigração e desigualdade social tendem a retroceder também, corroborando com a redução de eficiência nas cadeias produtivas.

Uma conclusão que parece ter alta probabilidade é que o juro que otimiza o equilíbrio na relação crescimento econômico e inflação, tende a subir. Este juro que se chama neutro, pelas expectativas de mercado, subiu de 0,5% a.a. para 2,0% ao ano, nos títulos americanos.

Juntas, essas forças tendem a manter o juro neutro alto por período bastante longo, não só nas economias chamadas avançadas, como nos países emergentes que, em situações de crise, costumam sofrer mais que os países com mais liberdade de ação e dinamismo econômico.

Portanto, se esse cenário se comprovar, o juro neutro no Brasil vai mesmo se fixar em patamar mais alto que o nível que nos acostumamos nos últimos 15 anos. Pelo mesmo critério\* de extrair a expectativa de mercado através dos títulos, a taxa subiu de 3,5% a.a. para 6,0% ao ano. Como a dívida pública brasileira é alta e crescente e, portanto, precisa disputar capital com o setor privado, pressionando o custo do capital para as empresas, é mais fácil enxergar essa taxa neutra subindo do que ao contrário.

Boa Leitura !!

*\*É importante lembrar que a taxa de juro neutra é uma métrica complexa e sujeita a debate entre economistas e as opiniões podem variar com base em diferentes modelos econômicos e interpretações dos dados. Portanto, a avaliação da taxa de juro neutra global pode ser uma questão de perspectiva e análise econômica.*



## Cenário Macro Global

### Quando juro alto encontra atividade forte

O mês de setembro viu o mercado global atingir níveis de taxas de juros que não eram alcançados há muito tempo. Os rendimentos dos títulos de médio e longo prazo dos Estados Unidos subiram, indicando uma crescente antecipação de que, nos próximos anos, a tendência predominante será de um nível mais alto dos juros reais. Os principais motivos para o recente aumento nos rendimentos dos títulos do Tesouro são a maior resistência da economia americana ao aperto monetário e um aumento significativo no endividamento global, tanto pelos Governos, quanto pelo setor privado. Devido a esse cenário, a **taxa dos títulos do Tesouro norte americano de 10 anos** alcançou patamares somente observados no início deste século.

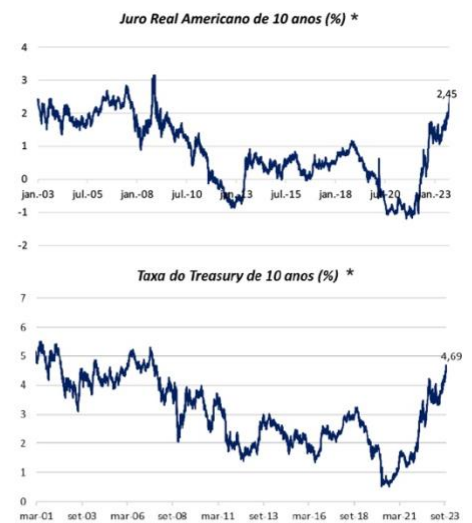
Analisando o **consumo pessoal** da população americana, é visível que o setor de bens se recuperou muito mais rápido que o setor de serviços durante a pandemia, principalmente por conta da restrição de mobilidade, junto com os diversos estímulos fiscais do governo. Nos últimos dois anos, o setor de serviços performou melhor do que o de bens, voltando à tendência do setor. Entretanto, o setor de bens continuou performando bem, diferente das expectativas do mercado. É principalmente devido a esse ritmo constante de consumo, que os investidores estão reavaliando suas projeções para as taxas de juros futuras, considerando uma atividade econômica sólida e resistente. Por conta disso, os economistas têm corrigido suas expectativas para o crescimento do PIB norte americano.

No que diz respeito aos indicadores de preços na economia dos Estados Unidos, o Índice de Preços do Consumo Pessoal (Personal Consumption Expenditure Price Index) indica uma variação anual de 3,5%, enquanto o núcleo da inflação indica uma variação anual de 3,9% e parece convergir em direção à meta do FED. No entanto, não se pode declarar vitória sobre a inflação prematuramente, pois trazer a inflação de volta a 4% é uma tarefa muito mais fácil do que reduzi-la novamente para 2% a.a.. Além disso, o consumo desenfreado da população pressiona os preços através da demanda maior de bens e serviços, levando o Federal Reserve a considerar aumentos adicionais na taxa de juros básica norte americana. Atualmente, o temor de elevar as taxas de juros de forma insuficiente parece ser maior do que o de elevá-las demais, devido ao fato de estarmos cada vez mais distantes de uma possível recessão na economia daquele país.

## Cenário Brasil

No Brasil, **as expectativas de crescimento anual do PIB** também estão sendo revisadas para cima, pressionando o potencial de aceleração do afrouxamento monetário. A combinação de uma atividade econômica mais robusta e o contínuo **aumento dos preços do petróleo** levou alguns membros do Banco Central a reconhecerem que agora é mais difícil considerar uma redução mais rápida das taxas de juros.

Em relação à situação do mercado de crédito no Brasil, observa-se que o aperto monetário vem suavizando a evolução desse indicador no país, resultando na redução do **volume de crédito na economia**, que passou de cerca de 54% do PIB para 51,8%. Essa queda ocorreu alinhada à alta do custo do endividamento das empresas, causado pelo aumento das taxas de juros. Por outro lado, o **volume de Crédito Direcionado** em PJ tem experimentado um crescimento significativo. O desafio atual é que o crédito direcionado diminui a potência da política monetária do BC, requerendo taxas de juros mais elevadas, para ajustar a atividade econômica.



\* Fonte: dados Bloomberg, elaborado por Panamby Capital.



\*\*Fonte: dados BC do Brasil, elaborado por Panamby Capital



Por enquanto, a inflação brasileira parece se direcionar à meta de 3,0% a.a.. Entretanto, a resiliência da atividade, junto com fatores que colaboram com a elevação do juro neutro, podem atrapalhar o processo desinflacionário e exigir mais pressão monetária para promover o ajuste da atividade.

## Mercados

Os mercados se depararam em setembro com diversas incertezas, sejam elas a respeito do temor de novas altas no juro norte americano, alta do petróleo, recessão europeia, desapontamento no crescimento chinês e fiscal brasileiro, foram algumas das discussões que trouxeram volatilidade aos preços. A percepção de maior risco pode ser visualizada na variação dos diferentes vértices do juro norte americano que abriram de 18 basis points a 49 basis points, do vértice vencimento mais curto ao mais longo, ocasionando uma queda em média de 5,0% nas principais bolsas norte americanas. O juro longo doméstico seguiu mesma tendência do externo e subiu pouco mais de 40 basis points e, na contramão, o Ibovespa fechou o mês em leve alta e foi destaque entre os pares globais. Na mesma linha de aversão ao risco, o dólar se mostrou forte e o DXY obteve uma valorização de 2,5% em setembro, com destaques negativos para a libra e o franco suíço.

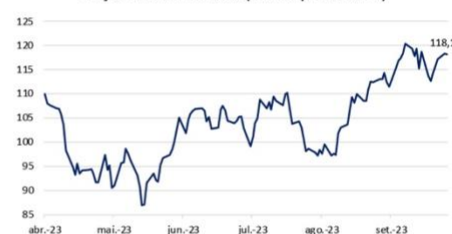
A bolsa brasileira foi destaque entre os índices globais em setembro e valorizou 0,7%, mesmo com a moeda local, juro e mercado externo indo na direção contrária. Tal melhora da bolsa brasileira no mês pode ser resumida em nas duas grandes empresas que possuem os maiores pesos do índice, Petrobrás e Vale. As altas do petróleo de 9% e do minério de ferro de 5%, no mês, favoreceram ambas as empresas que chegam a quase 30% de peso na composição do índice e apresentaram valorizações expressivas.

O destaque positivo no mercado brasileiro continua sendo nos títulos de crédito privado, que seguiu o mesmo movimento de fechamento de taxas, como visto a partir de junho.

Alguns fatores acarretaram esse ambiente mais otimista, como a trégua nos resgates dos Fundos, a volta dos investidores aos institucionais e taxas bastante atrativas na pós turbulência do 1º trimestre. Soma-se a esse cenário positivo, o menor volume de emissões no meio do ano, reforçados por uma economia que recém iniciou um novo ciclo de corte de juros. As empresas com menor risco de crédito, classificadas com rating AAA, tiveram um movimento mais forte nos últimos 4 meses, muitas delas já retornando aos patamares pré-pandemia. Por outro lado, papéis de companhias mais arriscadas, com ratings mais baixos ainda vinham sendo tratados com cautela pelos investidores. O que vimos em setembro foi um o início de uma possível mudança desse movimento, onde as empresas dependentes de um maior apetite ao risco começam a performar acima das AAA.

Em setembro, o portfólio da Panamby Capital se beneficiou de posição vendida em bolsa americana, comprada em ativos de bolsa e crédito privado brasileiros e movimentos táticos no USD x BRL. Por outro lado, posições aplicadas em diferentes vértices da curva de juro brasileira foram perdedoras no mês.

Preço do Minério de Ferro (Dólares por Tonelada)



Fonte: dados Bloomberg, elaborado por Panamby Capital.

Ídex-CDI JGP (Modificado)



Fonte: dados JGP, elaborado por Panamby Capital.

## Olhando para frente

Setembro foi um mês de muitos sustos que ainda persistem no dia a dia. Enquanto o juro norte americano não encontrar um patamar e reduzir as oscilações, será difícil que ativos de risco performem bem. Portanto, o fator dominante em outubro é o comportamento dos Treasuries americanos, que dependem dos dados de inflação, atividade econômica e posição técnica dos investidores.

Posições líquidas, com flexibilidade para alocação, quando cenário ficar mais claro, pode ser uma boa estratégia. Enquanto isso títulos de crédito privado têm oferecido uma boma relação risco x retorno.

Fundo   Data de Início	Cota	Dia	Mês	Ano	12 Meses	Desde o início
PANAMBY Global Macro Fic Fim   22/06/22	108,75213	0,06%	-0,82%	-1,49%	-3,04%	8,75%
PANAMBY D&Y Fic Fim   22/06/22	111,16669	0,00%	-0,14%	2,86%	5,97%	11,17%
PANAMBY SULAMÉRICA Prev   29/04/21	10,3841	-0,01%	-0,33%	-1,39%	-2,55%	3,84%
PANAMBY ICATU Prev   30/09/20	1,0304	0,00%	-0,28%	0,36%	-0,73%	3,04%
PANAMBY ICATU Prev Moderado   06/01/23	1,0294	0,03%	-0,26%	2,94%	2,94%	2,94%
PANAMBY FIRE LP   22/06/23	1,0450	-	-	-	-	-



DISCLAIMER: A PNBY Gestora de Recursos Ltda. ("Panamby") realiza única e exclusivamente a distribuição de cotas de Fundos de Investimentos dos quais seja, responsável pela gestão de recursos ("Fundos"), nos termos da Instrução CVM nº 558, de 26 de março de 2015, não realizando, portanto, a distribuição de qualquer outro ativo financeiro. Exceto com relação aos Fundos, as informações contidas neste e-mail são de caráter exclusivamente informativo não se caracterizando como oferta ou solicitação de investimento ou desinvestimento em ativos financeiros, tampouco recomendação para compra ou venda de cotas dos Fundos, cujas características poderão ou não se adequar ao perfil do investidor, nos termos da Instrução CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013. A Panamby não assume qualquer compromisso de publicar atualizações ou revisões dessas previsões. Os Fundos não contam com a garantia do administrador, da Panamby, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. A rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa dos Formulários de informações complementares e dos regulamentos dos Fundos ao aplicar seus recursos. Os Fundos podem utilizar estratégias com derivativos como parte integrante de suas políticas de investimento, as quais, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo dos Fundos. Informações relativas aos horários, valores máximos e mínimos, prazo de carência, conversão e liquidação para movimentações, taxas de administração, performance, entrada e saída cabíveis aos Fundos, tratamento tributário perseguido, utilização de derivativos, aquisição de ativos negociados no exterior, concentração de poucos emissores de ativos de renda variável, entre outras informações poderão ser adquiridas em documentos específicos tais como: Regulamentos, Formulários de Informações Complementares, Lâminas e Tabela resumo referente as características gerais dos Fundos, ou através do site [www.panambycapital.com.br](http://www.panambycapital.com.br)