

# Crescimento econômico no Brasil acima das projeções nos últimos 5 anos

Muito tem se discutido sobre os motivos dos consecutivos erros dos analistas na estimativa da atividade econômica brasileira desde 2018, sendo que, em 2023, apresentou a maior diferença entre o projetado pelos economistas e o resultado real.

Há várias razões possíveis e uma boa tese é que as reformas realizadas nos últimos anos aumentaram a produtividade brasileira e está surpreendendo mais que o esperado. Reformas Previdenciária, Trabalhista, Tributária, ainda à caminho, marcos regulatórios melhorando saneamento e energia, entre outras, sem dúvida são aspectos positivos e proporcionam uma melhora nas condições econômicas.

Uma outra reforma importante foi nas condições de crédito. Não foi um *big bang*, mas sim o conjunto de medidas e ações dos órgãos públicos e do setor privado na direção de construir um ambiente de negócios mais saudável, competitivo e com diversidade de participantes. Marco de garantias, alienação fiduciária, maior segurança legal, regulação moderna com novos instrumentos de dívida em mercado, entre outras medidas, aproximou os investidores das companhias que dependem de crédito para seu negócio.

É consenso nos estudos de casos que as economias mais dinâmicas possuem um Mercado de Capitais pujante, que seja próximo e entenda a realidade local, ofereça condições que incentivam o desenvolvimento econômico e social, promovendo a alocação eficiente do capital. Ao mesmo tempo, exige melhor governança, tanto das companhias emissoras quanto do conjunto de participantes.

Do ponto de vista do emissor de dívida corporativa, a oferta de volumes maiores e mais longos, com alternativas de garantias ou *covenants* que melhoram a nota do crédito, impulsionou a captação local, em troca das emissões externas, que por muito tempo atraiu as grandes companhias brasileiras. Ou seja, a sofisticação e profundidade do Mercado de Capitais brasileiro, trouxe inovação, emprego e externalidades positivas para a economia brasileira.

O investidor também se beneficiou de alternativas variadas de alocação para seus investimentos, em um mercado mais profundo e mais técnico, com transparência, liquidez adequada e precificação tempestiva. Instituições como a ANBIMA e a B3 ajudaram a dar mais transparência para os preços dos ativos negociados no mercado e na padronização dos preços dos ativos de crédito privado.

A participação de atores com diferentes olhares contribui para a demanda por crédito em diferentes setores econômicos, riscos e vencimentos diversos, o que vem a enriquecer o mercado de títulos corporativos. Há menos de 10 anos, a carteira típica de um Fundo de Investimento com Crédito Privado tinha 80% em títulos públicos e apenas 20% em títulos corporativos. Hoje em dia, as empresas representam dois terços do portfólio dos fundos, considerando a indústria de Fundos de Renda Fixa de Crédito Privado muito maior e mais pujante. O fato de existir uma miríade de investidores, sem que nenhum seja grande o suficiente para distorcer as operações, melhorou muito a formação de preços em mercado, nivelando o jogo, e esse é mais um ponto relevante que vale a pena realçar.

Quando as taxas dos títulos são definidas pelo conjunto dos participantes, sem que um grande banco ou investidor influencie a formação do preço final, a tendência é que seja mais condizente com a real condição do ambiente econômico e da lei da oferta e procura. Os exemplos em 2023 reforçam a sensação de que estamos nesse caminho no Brasil.

No dia seguinte ao último susto de crédito no Brasil, em setembro, já havia negociação com os títulos da empresa em questão, pois investidores especializados projetaram os preços futuros e houve formação de preço nos mercados. O fato de ter preços de compra e venda em mercados é fundamental para o bom funcionamento do mercado, aumentando a confiança dos investidores que, “a algum preço”, seja sempre possível encontrar contraparte e participar do mercado. Os produtos de crédito privado, tais como Debêntures, LCI, CRA, CRI, FIDC, etc..., 01



performam com menor oscilação de preços e a soma desses tantos fatores, impulsionaram os investidores a comprar títulos brasileiros em taxas competitivas e com prazos mais longos, atraindo dívidas que anteriormente eram captadas apenas no exterior.

É interessante também observar o aprendizado, menos óbvio, da evolução desse mercado ao longo do tempo. Quando se buscava aumentar o volume de negócios de crédito privado no Brasil, há 15 anos, além dos fatores citados como precificação, padronização e diversificação de participantes, considerava-se que era necessário implementar uma plataforma eletrônica para os títulos de crédito. Hoje o mercado funciona muito bem via corretoras que aproximam compradores e vendedores, acompanham as oscilações, comunicam e mantem um contato próximo aos participantes, mantendo a confiança no bom funcionamento do mercado. Com o benefício de se olhar para trás, ficou claro que o desenvolvimento desse mercado deveria seguir o caminho mais barato e flexível de intermediários, até chegarmos a hora de implantar a negociação eletrônica.

Uma moderna diretriz internacional considerada crucial para o futuro sustentável, em qualquer economia, é o foco em energia renovável e a transição dos modelos energéticos. Aqui também temos uma boa perspectiva com a oportunidade do fomento de um banco público, BNDES, que tende a cada vez mais se tornar referência global.

Dessa forma, chegamos na atualidade em que, em setembro, a emissão de crédito privado no mercado primário, totalizou R\$ 43,3 bi e totaliza R\$ 197 bilhões no ano. Setembro se consolidou com o maior volume mensal de emissões do ano, ratificando a trajetória de recuperação do mercado de capitais. No segmento bancário, as novas operações foram de R\$ 1,3 bi no mês, somando R\$ 12,1 bilhões no ano.

Enquanto isso, no mercado secundário, destacamos novembro com a maior concentração de debêntures a vencer dentro dos próximos seis meses, com R\$ 11,2 bilhões, seguido de março de 2024, com R\$ 10,9 bilhões, o que deverá gerar novas emissões.

Aliado ao desenvolvimento do mercado de títulos, a Regulação promovida pelo BC e a CVM acompanhou e propicia a evolução dos fundos de crédito, que se tornaram parte integrante do dia a dia da aplicação de recursos, tanto de pessoas físicas, quanto jurídicas. A indústria de Fundos de Crédito oferece diferentes alternativas, com prazos de resgates variados, com maior e menor risco, credenciando-se, em definitivo, como uma relevante classe de ativos para a alocação de investimentos no Brasil e garantindo um futuro brilhante.

Boa Leitura !!

## Cenário Macro Global

O contexto econômico internacional em outubro continuou seguindo a mesma tendência recente, com a economia dos Estados Unidos mostrando notável robustez, apesar da rápida e forte alta nas taxas de juros dos títulos de longo prazo, como o US Treasury de 10 anos. Dessa vez, a evidência desse padrão foi o aumento de 4,9% no **Produto Interno Bruto (PIB) dos Estados Unidos** no último trimestre, considerando a taxa anualizada. A questão gerada por essa resistência da atividade americana é que isso pressiona o **núcleo da inflação americana** e pode exigir um maior aperto monetário por parte do Banco Central.

Um elemento que continuamente impulsionou a economia americana nos últimos anos foi a injeção de recursos fiscais e monetários visando prevenir os efeitos econômicos adversos, sendo que, em 2023, foram justificados com o susto de uma crise bancária, na Europa e EUA. Como resultado, o FED reconheceu a flexibilização das **Condições Financeiras nos Estados Unidos**, às quais somente voltaram a exercer um efeito contracionista em setembro deste ano.

No caso da Europa, a situação aparenta estar diferente. Por conta da ausência dessa injeção de recursos financeiros na economia, as **condições financeiras** estão exercendo um impacto muito mais contracionista na Europa do que nos Estados Unidos. Além disso, o continente registrou um modesto crescimento de apenas 0,2% no Produto Interno Bruto (PIB) no trimestre, considerando-se a taxa anualizada. Como resultado desses fatores, a presidente do Banco Central Europeu, Christine Lagarde, adotou uma postura mais "dovish" em seu discurso, sugerindo que possivelmente a Europa tenha encerrado seu ciclo de aperto monetário.

**Volume Emitido de Debêntures, CRIs e CRAs (em R\$ bilhões) por mês**



**Debêntures - Vencimentos (R\$ bilhões)¹**

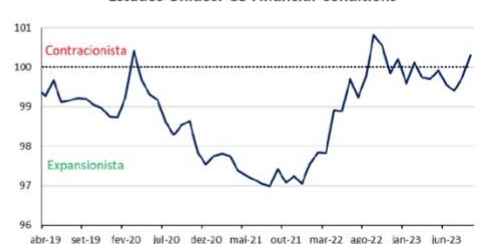


Fonte: dados XP, por Panamby Capital.

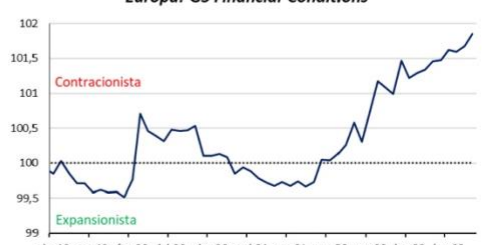
**Real GDP Change (% QoQ Annualized)**



**Estados Unidos: GS Financial Conditions**



**Europa: GS Financial Conditions**



Fonte: dados Bloomberg, elaborado por Panamby Capital



## Cenário Brasil

A situação macroeconômica brasileira pode ter revelado um ponto de inflexão em outubro deste ano. Por ter iniciado o aperto monetário antes dos países desenvolvidos, a projeção dos economistas era que a atividade brasileira teria esfriado já há algum tempo mas, apesar dessa expectativa, a atividade mostrou-se resiliente ao longo de 2023. No entanto, em outubro, vários dados foram divulgados confirmando a tendência de declínio da atividade econômica brasileira, incluindo o **IBC-BR**, que registrou queda de -0,8% em agosto, de acordo com o índice ajustado sazonalmente, além de dados específicos da indústria, comércio e serviços. Além disso, temos a confirmação de que a economia brasileira está de fato sentindo os efeitos do aumento da taxa de juros real. Nesse contexto, o Copom comunicou a decisão de continuar reduzindo a taxa SELIC na mesma proporção de 0,50% nas próximas reuniões. A previsão de crescimento do PIB em 2024 é de 1,8%.

Em relação à situação de crédito, o panorama no Brasil pode estar mais adiantado em comparação com a Europa e os Estados Unidos. **A taxa de inadimplência** de pessoas físicas parece ter atingido o seu ponto mais alto no primeiro semestre de 2023, e representa agora 4,1% do total de empréstimos. No caso das empresas, embora a inadimplência tenha aumentado nos últimos meses, ela ainda parece estar em um nível saudável, correspondendo a 2,7% do total de empréstimos.

Em relação ao mercado de crédito privado brasileiro, o primeiro semestre de 2023 presenciou um momento de estresse por conta dos casos das Lojas Americanas e pela reestruturação da dívida da Light Energia, que resultou na desvalorização dos títulos de dívida de vários outros setores da economia brasileira, principalmente de setores sensíveis ao aumento da taxa de juros. Esse cenário proporcionou uma oportunidade vantajosa para adquirir títulos de alta qualidade com rendimentos elevados. Conforme ilustrado no gráfico ao lado, a média de retorno dos títulos de dívida High Grade subiu, de um rendimento de CDI + 1,6% para quase CDI + 3,0%, no auge da crise. Apesar de ter voltado à normalidade, o **índice da JGP** ainda indica que os títulos estão relativamente desvalorizados em comparação com o período anterior às crises mencionadas acima.

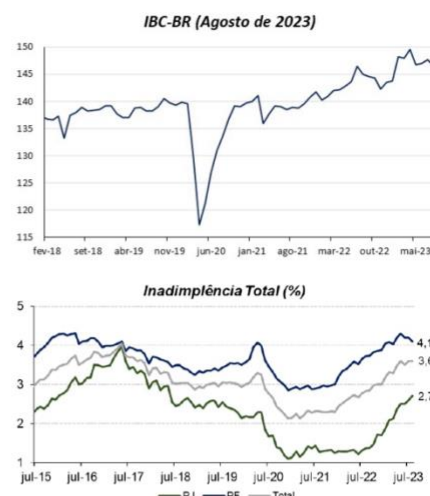
## Mercados

Em outubro, os investidores adotaram uma postura de aversão ao risco nos mercados, quando dados do mercado de trabalho americano seguiram demonstrando sinais de pujança, levando à fortes movimentos de alta nos diferentes vértices da curva da taxa de juros americana.

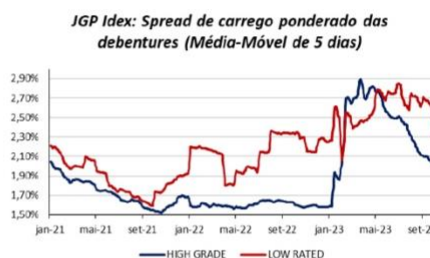
As principais características de um movimento de “*risk off*” são a busca pelos ativos mais seguros do mundo, como ouro, dólar e títulos norte-americanos. Mercados emergentes perdem atratividade quando o prêmio para se aplicar recursos em títulos norte-americanos estão em taxas não vistas desde 2007, causando abertura na curva de juros locais e queda nas bolsas.

Frente ao cenário descrito, a taxa de juro de 30 anos americano abriu 39 *basis points*, figurando acima dos 5,0% a.a.. O índice do dólar contra as moedas globais valorizou 0,51% e as bolsas cederam, frente a falta de interesse aos ativos de risco, com destaque para a queda do índice de pequenas empresas dos Estados Unidos, que recuou 7% no mês. Na Europa, vimos tendência contrária no juro, devido aos dados com claros sinais de desaceleração econômica. A taxa de 2 anos alemã fechou 18 *basis points* e as bolsas europeias também cederam em torno de 3%, desvalorização semelhante vista na bolsa chinesa. No mercado local, a taxa com vencimento para janeiro de 2027 seguiu à aversão ao risco externo e abriu 41 bps. O Ibovespa recuou cerca de 3,0% e o Real permaneceu nos mesmos níveis em relação à setembro. Nas commodities, o petróleo recuou 10%, com o sentimento confuso entre guerras, consumo forte e restrições na produção. Já o ouro e o minério de ferro seguiram fortes, enquanto as commodities agrícolas estão em baixa no ano, contribuindo para uma menor inflação no Brasil.

Em outubro, os fundos de investimento da Panamby Capital se beneficiaram das posições tomadas no juro americano, vendida em S&P 500 e comprada em ouro.



Fonte: dados MCM Consultores, elaboração Panamby Capital.



Fonte: dados JGP, elaborado por Panamby Capital.

Por outro lado, posições aplicadas em juro local, tomada no juro alemão e comprada nas bolsas brasileira e chinesa, foram perdedoras.

O Fundo de Crédito Privado da Panamby Capital beneficiou-se da continuação do movimento de fechamento de taxas no mercado de crédito local e companhias como Ambipar, 3R Petroleum e Eletrobrás, foram os principais destaques positivos.

## Olhando para a frente

Apesar do forte movimento negativo em outubro, novembro inicia com sentimento melhor, com vários Bancos Centrais interrompendo o processo de alta do juro básico. A forte arrecadação tributária americana, derivada da atividade econômica robusta, permitiu que o Tesouro anunciasse um cronograma mais suave de venda de títulos. Com a queda da rentabilidade dos títulos americanos, a tendência é que recursos migrem para outras regiões e para diferentes tipos de ativos financeiros.

Em função disso, os primeiros dias do mês foram positivos para ativos de risco e mercados emergentes.

Com a certeza de que a volatilidade irá continuar, começamos o mês um pouco mais comprados em risco internacional, alocados em ativos líquidos e mais preocupados com o cenário fiscal brasileiro. Mantemos uma posição comprada em ouro para nossos fundos multimercado.

No mercado de crédito, continuamos aplicados 100% em Debêntures e LFs, evitando créditos estruturados e mantendo posição em títulos líquidos que ofereçam boa visibilidade. Esse ambiente também favorece a desvalorização do dólar contra o Real, que tem sido um dos grandes vencedores do ano.

Fundo   Data de Início	Cota	Dia	Mês	Ano	12 Meses	Desde o início
PANAMBY Global Macro FIM   15/09/23	100,9530	-	-	-	-	-
PANAMBY D&Y Fic Fim   22/06/22	111,6392	-0,08%	0,43%	3,30%	6,42%	11,64%
PANAMBY SULAMÉRICA Prev   29/04/21	10,3890	0,00%	0,05%	-1,34%	-2,50%	3,89%
PANAMBY ICATU Prev   30/09/20	1,0314	0,00%	0,10%	0,46%	-0,64%	3,14%
PANAMBY ICATU Prev Moderado   06/01/23	1,0321	0,02%	0,26%	3,21%	3,21%	3,21%
PANAMBY RF CP HIGH GRADE D5   22/06/23	1,0597	-	-	-	-	-

Valores do fechamento dia 31.10.2023



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)