

São Paulo, 05 de maio de 2023.

Caros(as) cotistas e parceiros(as),

E se o Fed parasse de subir a taxa de juros?

Ao longo das últimas semanas, a atenção do mercado financeiro se voltou para os bancos regionais americanos. A preocupação é válida. Desde o início do ano passado, o Fed (banco central americano) vem promovendo um dos maiores movimentos de alta de juros dos últimos 50 anos.



Fig.1 - Taxa de juros americana.

A alta da taxa de juros americana tem repercussões importantes na economia. Após a crise financeira de 2008, o Fed jogou a taxa de juros para zero, pela primeira vez na história. Tomar dinheiro emprestado não tinha mais custo. US\$100 emprestados pelo Fed poderiam ser quitados pelos mesmos US\$100 cinco anos depois.

Com a normalização da economia, o Fed começou a subir os juros em 2016. Esse movimento continuou muito gradualmente nos anos seguintes, mas já no final de 2018, o Fed teve que voltar atrás. As condições financeiras, com a alta de juros para 2,50%, tinham ficado apertadas demais, sufocando a economia.

A crise econômica com a pandemia em 2020 foi a gota d'água para que o Fed voltasse a colocar a taxa de juros em zero novamente. Porém, a quantidade elevada de estímulos monetários e fiscais (= gastos do governo) fizeram com que a inflação também subisse. O choque de oferta na cadeia de suprimento e depois a guerra na Ucrânia ampliaram esse movimento.



Fig.2 - Inflação americana.

O Fed possui um mandato duplo: manter o desemprego e a inflação baixos. Com a inflação

rumando para perto de 10% (e com uma meta de 2%) o Fed teve que agir: em pouco mais de um ano, entregou uma das maiores altas de juros da história americana.

Desaceleração e Desinflação

A taxa de juros americana é a taxa basal para a economia global. Tudo se baseia nela. Se o Fed sobe os juros, a taxa das hipotecas americanas também sobe, assim como os juros no México, Chile, Colômbia, Hungria e, claro, no Brasil.

A alta de juros também desacelera a economia, principalmente após um período de juros zero. Negócios antes viáveis com juros zero foram adiados e o capital ficou mais seletivo e escasso.

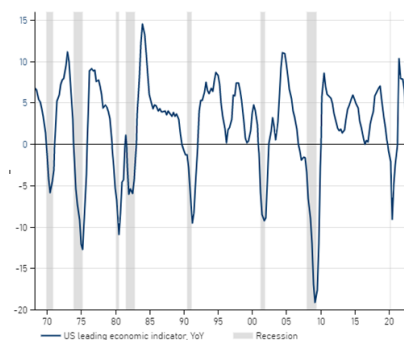
Outro efeito negativo da alta de juros é que os preços dos ativos financeiros tendem a cair. Um título de renda fixa é precificado hoje como o valor presente dos fluxos que serão pagos pelo devedor. Se, por exemplo, uma dívida de US\$100 foi contraída com juros de 1% ao ano durante 10 anos, o credor aceitou receber US\$1 por ano de juros mais os US\$100 no vencimento.

Porém, se os juros sobem para 5%, o credor continua a receber os mesmos US\$1 de juros e o custo do dinheiro no tempo sobe. Se ele quisesse vender esse título no mercado nesse momento, não receberia mais do que US\$70.

Esse foi um dos problemas dos bancos regionais americanos. Uma carteira longa de títulos pré-fixados pode ter um prejuízo razoável quando os juros sobem. Com a desaceleração da economia, a quantidade de depósitos diminuiu e os bancos têm que se desfazer dessas carteiras com prejuízos para arcar com saques.

Quanto maior a taxa de juros, maiores os prejuízos. E quanto maiores os saques, maiores as preocupações e maiores os saques...

Ainda não sabemos qual o real impacto da queda de alguns bancos regionais americanos na economia. Em nossa visão, a desaceleração da economia americana deve se acentuar ao longo dos próximos meses/trimestres.



Isso deveria fazer com que o mercado de trabalho e, finalmente, a inflação também desacelerassem.

Após a última reunião do *Fed*, o mercado entendeu a decisão de subir os juros em 0.25% como o final do processo de alta de juros nos Estados Unidos. Mais ainda, o mercado parece dar como certo que os juros americanos vão cair até o final do ano.

O final do ciclo de alta é um evento importante para a alocação de capital no mundo. Afinal, investir em ambientes de alta ou baixa de juros são completamente diferentes.

A tabela abaixo mostra o retorno médio anualizado do Ibovespa em períodos nos quais o *Fed* e o Banco Central (BC) cortam, mantêm ou sobem os juros. Por exemplo, historicamente, quando o *Fed* corta os juros e o BC sobe, o Ibovespa tem um retorno negativo de 38%.

| | | Fed | | |
|----|--------|-------|--------|------|
| | | Corta | Mantém | Sobe |
| BC | Corta | +16% | +34% | +15% |
| | Mantém | +10% | -6% | +29% |
| | Sobe | -38% | -3% | +14% |

De acordo com a tabela, que reflete o retorno do Ibovespa desde 2000, o cenário em que o *Fed* mantém os juros e o BC corta é um dos melhores cenários para o Ibovespa. Intuitivamente, esse é um cenário no qual a economia americana cresce a um ritmo "normal" e a brasileira passa a ser estimulada com os juros mais baixos.

A tabela a seguir mostra quais setores performam melhor (azul) ou pior (vermelho) em cada situação:

| | | Fed | | |
|----|--------|----------------------|----------------------|----------------------|
| | | Corta | Mantém | Sobe |
| BC | Corta | MAT, CDS ENE, UTI | MAT, CST TEL, UTI | MAT, ENE UTI, TEL |
| | Mantém | MAT, CST CDS, FIN | CST, MAT ENE, TEL | UTI, ENE CDS, CST |
| | Sobe | CST, UTI MAT, ENE | ENE, FIN CDS, MAT | FIN, UTI MAT, TEL |

CDS = Consumo Discrecionário – Ex.: Lojas Renner e Cyrela
 CST = Consumo Básico – Ex.: Ambev e JBS
 ENE = Energia – Ex.: Petrobras e Ultrapar
 FIN = Financeiro – Ex.: Itaú e B3

MAT = Materials – Ex.: Vale e Gerdau
 TEL = Telecom – Ex.: Tim e Vivo
 UTI = Energia Elétrica – Ex.: Eletrobras e CPFL

O passado

Em abril, os principais ativos de risco no mundo tiveram um desempenho positivo, apesar da alta volatilidade no setor financeiro. A alta da taxa de juros nos Estados Unidos continuou a pressionar os bancos regionais americanos, aumentando a preocupação com uma maior desaceleração da economia. Apesar disso, índices de preços seguem em deflação, fazendo com que as taxas de juros de mais longo prazo permanecessem inalteradas.

Na China, a recuperação econômica tem sido aquém do esperado. Após um início de ano mais forte, o mercado imobiliário chinês desacelerou a partir de meados de abril, o que teve um impacto negativo em algumas *commodities*, principalmente o minério de ferro e o petróleo.

A bolsa brasileira tem ainda uma alta correlação com esses três setores: financeiro, mineração e petróleo. O gráfico abaixo mostra o desempenho de um índice da bolsa americana composto por esses três setores, comparado com a bolsa brasileira em dólares, indicando uma boa performance recente dos ativos locais.



Fig.6 - Índice de bolsa americana x Bolsa brasileira em USD.

O futuro

Ao nos aproximarmos do final do ciclo de aperto de juros nos Estados Unidos e do início do ciclo de cortes no Brasil, aumentamos o risco dos nossos fundos, apesar de ainda estarmos próximos ao nível neutro.

Mantemos nossos portfólios balanceados, com posições em ações, juros, moedas e *commodities* e com proteções, principalmente contra uma desaceleração mais acentuada da economia americana.

Agradecemos a leitura, a escuta e a confiança,

Equipe Dahlia

contato@dahliacapital.com.br

+55 11 4118-3148



AVISO LEGAL:

A Dahlia Capital Gestão de Recursos Ltda. ("Dahlia Capital") é uma sociedade devidamente autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM para o exercício da atividade de administração de carteiras de valores mobiliários, na categoria "gestora de recursos". As informações, materiais ou documentos aqui disponibilizados não caracterizam e não devem ser entendidos como recomendação de investimento, análise de valor mobiliário, material promocional, participação em qualquer estratégia de negócio, solicitação/oferta/esforço de venda ou distribuição de cotas dos fundos de investimento aqui indicados. A Dahlia Capital não realiza a distribuição de cotas dos fundos de investimento sob sua gestão e o investidor interessado deve iniciar relacionamento e/ou direcionar sua intenção de investimento junto aos distribuidores/plataformas indicados na aba "como investir". As informações e materiais aqui dispostos não constituem assessoria ou consultoria jurídica, contábil, regulatória, fiscal ou de qualquer outra natureza em relação às alternativas de investimento e/ou assuntos diversos contidos nos documentos. A Dahlia Capital não se responsabiliza pela exatidão ou completude das informações, nem por decisões de investimento tomadas com base nas informações aqui contempladas. Algumas das informações aqui contidas podem ter sido obtidas de fontes de mercado. Mesmo com todo o cuidado em sua coleta e manuseio, a Dahlia Capital não se responsabiliza pela publicação acidental de dados incorretos, ou por quaisquer outros erros, omissões ou pelo uso de tais informações. As informações, materiais ou documentos aqui disponibilizados têm caráter meramente informativo e não consideram objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades individuais e particulares de cada investidor, além de não conterem todas as informações que um investidor em potencial deve considerar ou analisar antes de investir em um fundo de investimento. Antes de investir, é recomendada ao investidor a leitura a lâmina de informações essenciais, se houver, o regulamento e os demais documentos regulatórios aplicáveis do fundo de investimento, notadamente o capítulo que trata sobre os fatores de risco a que o fundo poderá estar exposto (encontrados no site da CVM). O investidor deve sempre se basear, exclusivamente, em sua opinião e na opinião de profissionais especializados por ele contratados para opinar e decidir sobre os investimentos que melhor se enquadram em seu perfil, levando em consideração sobretudo os riscos e custos/taxas aplicáveis. Fundos de investimento mencionados neste documento podem utilizar estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, 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 do Fundo. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, do custodiante ou de qualquer mecanismo de seguro ou ainda do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. Não há qualquer promessa ou garantia de performance, sendo que eventual referência de rentabilidade passada ou histórica não representa garantia de rentabilidade futura. A Dahlia Capital não se responsabiliza por decisões, atos ou omissões do investidor ou de profissionais por ele consultados e/ou contratados.

**CRÉDITOS FINAIS:**

Imagem: Shutterstock

Gráfico 1: Goldman Sachs

Gráfico 2: Chicago Federal Reserve

Gráfico 3: UBS

