

Carta do Gestor

MARÇO

**Estimativas
para 2023**

Câmbio: R\$5,10

Selic: 11,75%



Cenário Macroeconômico

O mês de março foi marcado por perturbações relevantes nos mercados globais e, apesar das diferenças substanciais entre o momento atual e 2008, o potencial danoso para o cenário de crédito nos Estados Unidos não deve ser descartado. Por trás do estresse bancário na maior potência global, residem dois fatores: I) saída de depósitos e II) inversão da curva de juros. A começar pelo primeiro fator, a literatura econômica sugere que as taxas que remuneram os depósitos, quando comparadas com as oferecidas pelos Money Market Funds (MMFs), tendem a responder mais lentamente e em menor grau à política monetária. Nesse sentido, um processo de aperto monetário acelerado, como o que estamos vivenciando, tem como efeito uma redução da atratividade relativa dos depósitos bancários. Esse fenômeno pode gerar uma venda forçada dos ativos dos bancos, de modo que eles precisem realizar enormes perdas para se enquadrar em exigências regulatórias. A fim de evitar esse problema, o Federal Reserve facilitou as condições de empréstimo para os bancos comerciais. Apesar de ter resolvido parcialmente o problema, não o soluciona por completo, pois o modus operandi dos bancos é tomar empréstimos no curto prazo e emprestar no longo, sendo assim, uma curva de juros invertida mina os lucros das instituições financeiras, que por sua vez reduzem o montante de crédito ofertado e, conseqüentemente, esfriam a economia. Vale salientar que esses dois fatores que são o pano de fundo do estresse bancário estão conectados entre si, de tal forma que a perda de depósitos obriga os bancos a recorrerem ao Fed ou a aumentarem as taxas de depósito e em ambas as opções o custo de captação aumenta e, portanto, as condições financeiras ficam mais restritivas.

Dada a incerteza da magnitude do aperto de crédito ocasionado por essa crise e a incompatibilidade dos índices de preço com a meta de longo prazo do Fed, acreditamos que o FOMC optará por uma última alta de 25 bps, o que corresponde a uma taxa terminal de 5,25%. A partir daí, os juros devem se estabelecer nesse patamar até que haja evidência incontestável de uma inflação consistente com a meta de 2% no longo prazo, o que deve acontecer entre o fim de 2023 e início de 2024. Nesse cenário, entendemos que um “pouso suave” perdeu probabilidade e dificilmente os Estados Unidos conseguirão escapar de uma recessão, ainda que leve, a partir do segundo semestre. Para além dos eventos bancários nos EUA, outras regiões também apresentaram problemas no setor, com desataque para a Suíça. O Credit Suisse, segundo maior banco do país, precisou ser comprado pelo UBS. Na negociação, os reguladores extinguiram 17 bilhões de dólares em títulos de dívida AT1, o que certamente impactará o custo de captação dos bancos europeus prospectivamente. Com isso, também esperamos um aperto nas condições financeiras europeias, mas a princípio em menor magnitude do que nos Estados Unidos.

A preocupação com o crédito não é uma exclusividade das economias centrais e, apesar dos bancos brasileiros, em geral, apresentarem fundamentos mais sólidos do que os americanos, o início de 2023 revelou que grandes varejistas do país estão passando por dificuldades, o que deve obstruir a concessão de crédito para pessoas jurídicas. Os pedidos



Carta Mensal

Março 2023

de falência e de recuperação judicial têm mostrado consideráveis avanços na margem e os credores devem ficar mais cautelosos nos critérios de empréstimo. Apesar desse cenário adverso que se desenha para a atividade econômica, o PIB do ano terá um impulso significativo do setor agropecuário, o que explica boa parte da nossa projeção de crescimento de 1,4% em 2023. Para além do crédito, a principal discussão no cenário doméstico se deu em torno do arcabouço fiscal. O novo marco inclui limite de gastos e metas primárias de 2024 a 2026, com a possibilidade de autocorreção caso não sejam atingidas. As novas regras implicam alta dependência do crescimento da receita para o alcance das metas e, de acordo com nossas estimativas, a dívida pública bruta não vai se estabilizar até o final desta década, mesmo considerando um aumento adicional de receita de R\$ 100 bilhões. Nesse sentido, acreditamos que um crescimento econômico robusto e novas fontes de receita serão necessários para alcançar superávits primários. O cenário de inflação, que preocupa em horizontes mais longos, conforme evidencia o boletim Focus, tem apresentado uma dinâmica mais favorável nesse curto prazo, com descompressão das medidas subjacentes e queda na variação em 12 meses.

Tendo em vista o risco de desaceleração mais acentuada no cenário internacional, aperto adicional no crédito doméstico, apresentação da regra fiscal que, apesar de ter problemas, ao menos garante mais previsibilidade e transparência e, por fim, a melhora na dinâmica de curto prazo da inflação, entendemos que o banco central brasileiro irá iniciar um ciclo de corte de juros em junho, o que implicará uma Selic de 11,75% ao final de 2023 e de 9,5% para 2024.

Comentário dos Gestores

O mês de março foi marcado pela alta volatilidade no mercado global, depois da crise bancária nos Estados Unidos e fusão do Banco UBS com o CS, em crise. Antes desses eventos, o FED chegou a sinalizar que poderia até aumentar o ritmo de alta de juros para 50bps na reunião do mês passado, no entanto, após esses desdobramentos o mercado chegou a precificar uma pausa no ciclo de alta de juros nos Estados Unidos que no final acabou não se concretizando. Na última reunião do BC americano a taxa básica de juros foi novamente elevada em 25bps para o intervalo entre 4,75% e 5%a.a. Além disso, os Bancos Centrais foram muito ágeis para prover linhas de liquidez para os bancos, contendo a crise que poderia virar sistêmica. Tendo isso em vista, os mercados acalmaram na segunda metade do mês e todos os ativos de risco performaram bem. O grande destaque foi o fechamento das taxas de juros no mundo. Nos Estados Unidos fecharam entre 45 e 80bps, as bolsas apreciaram entre 3,5% e 9,5%, posicionando o índice Nasdaq em bull market após apreciar 20% do menor nível registrado em dezembro de 2022. O dólar também perdeu valor frente à maioria das moedas que acompanhamos sendo o Real o principal destaque apreciando 3,40% em Março.



Carta Mensal

Março 2023

Internamente, além da boa performance do Real, o mercado de juros local seguiu o movimento global, fechando entre 20 e 80 bps, num movimento de flatenning. Apesar disso, a bolsa local se descolou dos demais ativos, perdendo 3% ao longo do mês. Ainda, na reunião do COPOM o Banco Central manteve a taxa de juros inalterada em 13,75% e o tom hawkish acenando que não hesitará em retomar o aperto monetário se assim for necessário, aumentando as críticas por parte do governo e até do mercado que em parte concorda que os juros reais estão muito altos e, dado a deterioração da inadimplência e maior risco nos mercados globais, teríamos espaço para iniciar a redução dos juros no Brasil.

Em termos de performance, o livro que melhor performou foi o de renda variável contribuindo com 119bps na performance do fundo, proveniente da posição comprada em bolsa americana. Por outro lado, o livro de renda fixa local sofreu 52bps, principalmente pela posição tomada em juros pré-fixados com duration de 2 anos.

Nossa visão para o mês de abril é mais cautelosa dado todas as incertezas nos mercados globais. Consideramos muito importante monitorar qual será a próxima decisão de política monetária do FED e quais os impactos da crise bancária na atividade global. Internamente a apresentação do novo arcabouço fiscal foi positiva, no entanto precisamos analisar o texto que vai ser enviado ao congresso nacional e como será sua tramitação, além da proposta da reforma tributária que será apresentada pelo governo.

Rentabilidade dos Fundos

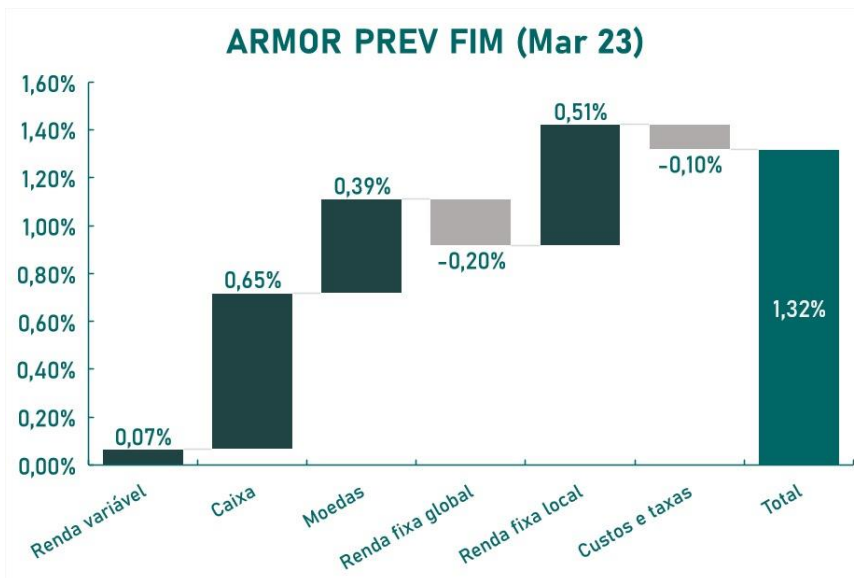
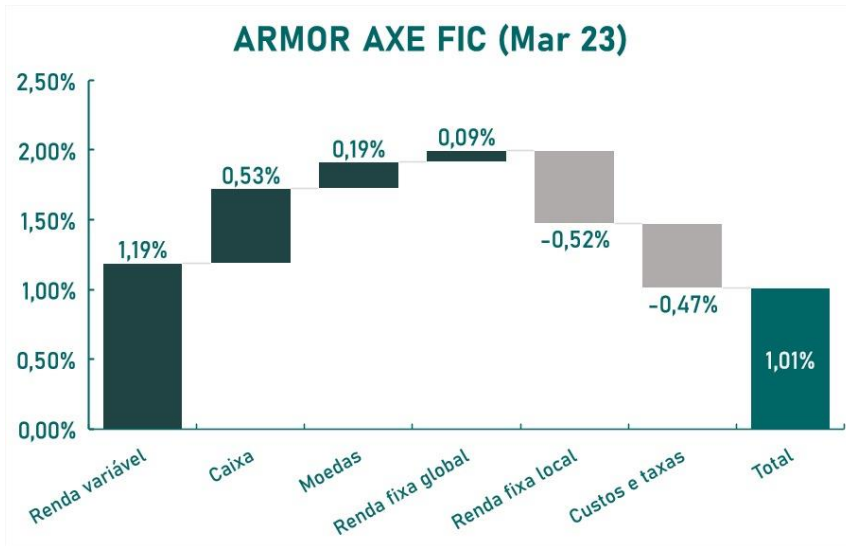
Retornos (%) (até 31/03/2023)			
FUNDO	Armor Axe	Armor Previdência	Armor Sword
mar/23	1,01	1,32	0,95
fev/23	0,71	1,20	0,97
jan/23	2,84	0,81	1,33
2023	4,61	3,37	3,28
12m	18,41	12,59	11,82
% do CDI (12m)	139	95	89
24m	45,23	25,00	-
% do CDI(24m)	220	122	-
36m	57,15	40,70	-
% do CDI (36m)	246	175	-
desde o início	65,31	32,64	14,92
% do CDI (desde o início)	255	119	98
2022	21,89	11,79	11,27
2021	4,76	5,54	-
2020	8,71	6,40	-
2019	13,85	2,21	-

Fonte: BTG Pactual, Economatica



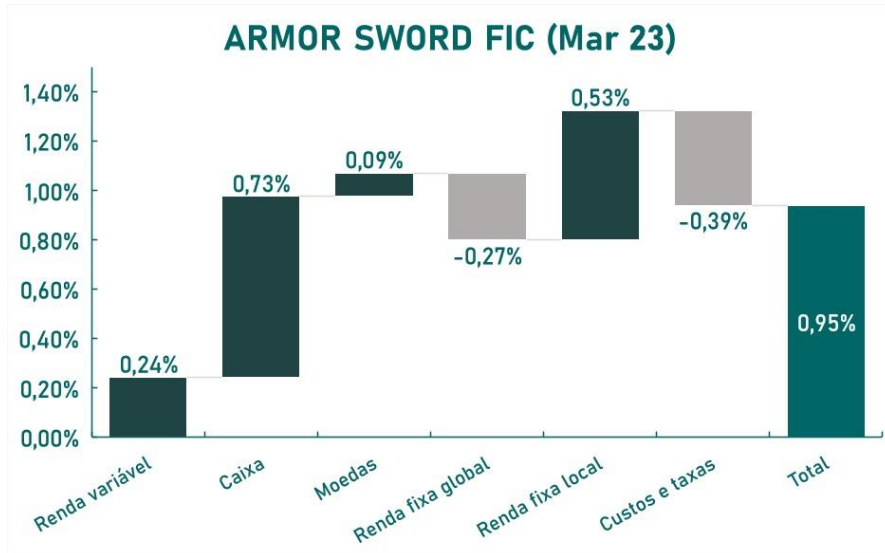
Carta Mensal

Março 2023



Carta Mensal

Março 2023



Fonte: BTG Pactual, Economática

 Armor Capital Gestão de Investimentos
 armorcapital
 contato@armorcapital.com.br
 +55 11 4550-5701

