

## **Um filme cheio de emoções**

A grande maioria dos investidores, inclusive os institucionais, tem por hábito avaliar sua carteira de investimentos de forma estática, como se fosse uma fotografia, ou seja, periodicamente, levanta-se a composição e a rentabilidade da carteira de investimentos, comemorando ou lamentando o desempenho do mês, o acumulado no ano ou o retorno dos últimos doze meses, extrapolando o desempenho passado, seja ele bom ou mau, para os próximos meses.

No entanto, a prática demonstra que, no caso das carteiras de longo prazo, como as de previdência, o mais recomendável seria analisar o desempenho como se fosse um filme de longa metragem, pois as alocações, aportes e regates ocorrem ao longo do tempo. Desta forma, como todo filme que se preza, a trama vai alternando momentos de tensão e suspense com os de entusiasmo e alegria, mas sempre garantindo ao espectador a certeza de um desfecho adequado à proposta inicial.

Neste sentido, o filme do desempenho das carteiras de investimentos dos últimos anos tem sido cheio de emoções, com muita volatilidade nos preços dos ativos e choques inflacionários oriundos de variadas fontes de desequilíbrios, oferecendo poucas alternativas de rentabilidade e mitigação de risco aos investidores.

### **Buscando risco como única forma de gerar retorno**

Rebobinando o filme, o ano de 2020 termina com o mundo iniciando a vacinação contra a Covid-19, ainda com muitas incertezas acerca da velocidade de vacinação, pois havia dúvidas em relação à produção, distribuição e aplicação das doses, mas, de uma maneira geral, com uma certa dose de otimismo de retomada da economia global e, por consequência da do Brasil.

Assim, 2021 começa com o otimismo com a retomada combinado com as baixas taxas de juros levam os investidores institucionais a buscar rentabilidade agregando mais risco aos portfólios, pois as perspectivas indicavam que manter as carteiras protegidas no CDI significava perder para a inflação.

Alternando momentos de preocupação com as novas variantes da Covid-19 e os sinais de retomada da economia, o mercado ensaia uma recuperação nos preços dos ativos de risco. Todavia, os riscos de uma crise hídrica reduzem o fôlego da recuperação.

O quadro de otimismo se deteriorou rapidamente no transcorrer do segundo semestre, com destaque para o aumento dos preços das commodities, os riscos hídricos e a pressão sobre os preços da energia. Ademais, a tentação dos governantes em transformar auxílios temporários em permanentes fragiliza os compromissos com a estabilidade fiscal.

Neste ambiente reaparecem as assombrações da inflação, do baixo crescimento, do endividamento público e da instabilidade política, que se juntam para assustar os investidores, provocando o reequilíbrio da relação risco x retorno, com elevação da curva de juros, queda nos preços das ações e desvalorização da moeda, que é amplificada por perturbações advindas do

cenário externo, com o *Federal Reserve* (FED), Banco Central Americano, admitindo que as pressões inflacionárias são mais persistentes que o esperado e que seria necessário adotar uma política monetária mais ativa para conter a inflação. Além disso, a gigante chinesa da área imobiliária *Evergrande*, segunda maior empreiteira da China, responsável por mais de 1.300 projetos em 280 cidades locais e por quase 1/4 do PIB, apresentou uma dívida na casa dos US\$ 300 bilhões em atraso, o que contribuiu para o aumento dos temores de um desaquecimento da economia global.

Em meio a um cenário externo mais receoso, o mês de outubro pode ser descrito como “um filme de terror para os investidores”: surge a ameaça da variante Ômicron da Covid-19 e o risco de que novas ondas de contágio possam atrapalhar a recuperação econômica. Já no Brasil, as pressões por aumento de gasto público e as tentativas de abandonar o teto de gastos contribuíram para elevar as taxas de juros e gerar volatilidade no mercado.

O ano de 2021 termina com um pouco de alívio na tensão, mas com resultados aquém das expectativas, com a taxa Selic a 9,25% ao ano, o IPCA acumulado de 10,06%, extrapolando os 3,75% da meta de inflação, diante de um CDI de 4,42%. O IMA-B, de papéis atrelados à inflação, perdeu no ano 1,26%. O IBOVESPA encerrou o ano em 104.822 pontos, acumulando queda de 11,93%. O dólar Ptax fechou em R\$ 5,5805, com alta de 7,39%, enquanto o IBDR acumulou alta de 33,66%.

### **Um pouco mais de emoção**

O primeiro semestre do ano de 2022 foi marcado por uma forte onda de incertezas e aumento da aversão ao risco dos investidores, desencadeados a partir das consequências da aceleração inflação global, iniciada no último trimestre de 2021 e intensificada com os efeitos da guerra da Ucrânia. A resposta dos bancos centrais ao persistente processo inflacionário, com elevação das taxas de juros, aumentou o temor de que as principais economias possam entrar em um longo processo recessivo.

Assim, o ano iniciou com as principais economias do mundo demonstrando uma firme disposição de promover o aperto monetário na intensidade necessária para trazer a inflação para as médias históricas. Neste contexto, o FED, Banco Central Americano, sinaliza que irá elevar as taxas de juros. Assim, o mercado repercutiu na precificação dos ativos a perspectiva de juros maiores e menor crescimento econômico.

A análise do comportamento dos ativos começa a ganhar outra dimensão a partir de 25 de fevereiro, quando a Rússia invadiu a Ucrânia em um movimento abrupto, pois até o dia anterior ainda se depositava esperança em uma solução diplomática, em que pese o presidente Vladimir Putin ter declarado a independência das regiões ucranianas de Donetsk e Luhansk, localizadas no leste do país.

As expectativas de que os ataques poderiam ficar concentrados nestas regiões, foram rapidamente frustradas, pois, ao longo dos dias, diversas cidades

distantes de Donetsk e Luhansk foram alvos de ataques militares, provocando morte, destruição e milhares de refugiados.

O Ocidente respondeu com fortes sanções econômicas à Rússia, como congelamento de ativos de bancos e confisco de bens de oligarcas russos, deixando claro que não enviará tropas para atuar diretamente no conflito.

Já em março era possível perceber a intensificação do conflito entre Rússia e Ucrânia e suas trágicas consequências à população ucraniana. Sob o ponto de vista da economia global, as novas dimensões do conflito adicionaram força aos preços das commodities, em especial de energia e agrícolas, uma vez que os dois países têm participações bastante significativas em suas exportações, como petróleo, gás, trigo e fertilizantes, em um ambiente que já vinha bastante pressionado pelos efeitos da retomada pós-pandemia na maioria das cadeias produtivas.

Com esse novo ingrediente sobre a mesa, não é mais possível se falar em inflação transitória, de maneira que a tarefa dos bancos centrais de tentar controlar uma inflação mais alta e persistente torna-se ainda mais desafiadora, indicando que o ciclo de alta das taxas de juros pode ser mais intenso e longo do que o inicialmente esperado.

No mês de abril, a conjunção de fatores negativos foi alimentada pelas áreas de pressão advindas das consequências da guerra sobre os preços da energia e da onda de Covid-19 na China, com grande *lockdown* nas principais cidades chinesas, aumentando a percepção de que o aperto monetário para conter a alta inflacionária pode levar a um desaquecimento da atividade econômica, ganhando contornos de recessão global. No Brasil, a volatilidade global é amplificada com discursos desencontrados na área econômica elegendo a Petrobrás como “o vilão” da inflação, especulando medidas que além de ineficazes para controlar a inflação sacrificam o quadro fiscal de longo prazo.

Em resumo, o mês de abril demonstrava ser o ápice do *stress*, havendo aversão generalizada ao risco, com investidores vendendo bolsa e exigindo prêmios maiores para comprar títulos governamentais e corporativos. No Brasil, o câmbio voltou a ficar pressionado e a inflação ao consumidor segue elevada, com alta disseminada entre vários componentes, se mostrando mais persistente que o esperado, tornando inevitável um ciclo mais longo e intenso de elevação da taxa Selic pelo Copom.

Embora o comportamento dos investidores continuasse sendo muito impactado pelas perspectivas de redução do ritmo de crescimento da atividade global em função da combinação do aperto monetário nos EUA, da guerra na Europa, da política do Covid Zero na China e da deterioração das cadeias globais de produção e distribuição, o mês de maio apresentou uma tímida recuperação, afastando, ao menos temporariamente, o clima de total aversão ao risco vivido em abril.

No que concerne à inflação nos EUA, o mercado de trabalho aquecido e disfuncional e o aumento nos preços dos imóveis seguem como fonte de

pressão, exigindo do FED uma postura mais dura e firme, sinalizando, no mínimo, três elevações de 50 b.p. na taxa básica de juros nas próximas reuniões. Já na Europa, a resposta ao aumento da pressão inflacionária levará o BCE reduzir os estímulos monetários com, no mínimo, três altas de 25 b.p. na taxa básica de juros.

Em termos de Brasil, o resultado do PIB do primeiro trimestre impulsionou uma revisão para um número superior a 1% para 2022. Nesta mesma linha, o Boletim Macro Fiscal da Secretaria de Política Econômica (SPE) do Ministério da Economia alterou a projeção do PIB para 1,5% em 2022. No entanto, os resultados da inflação indicam que a convergência à meta será mais lenta que o esperado, exigindo um ciclo mais prolongado de alta de juros, com as projeções do Ministério da Economia (Boletim Macro Fiscal – SPE) indicando que o IPCA de 2022 será de 7,9%, o INPC será de 8,10% e o IGP-M será de 11,4%. Além disso, a contaminação da pauta econômica pela agenda eleitoral gera uma certa dislexia nos discursos, provocando uma dose adicional de aumento à aversão ao risco.

O clima de tranquilidade vivido pelo mercado financeiro em maio não durou muito. No mês de junho, último mês do semestre, o pânico voltou a tomar conta dos investidores quando o Federal Reserve (FED) sinalizou que faria, o que dele se esperava, inclusive com alguma sobra, para que não pairassem dúvidas sobre a missão que tem a cumprir. A proposição de elevar a taxa de juros em 75 bps, a maior alteração em muitos anos, é a providência lógica diante da maior inflação em quarenta anos, 8,6% no acumulado de 12 meses até maio, levando o mercado a aumentar as probabilidades de uma recessão global no curto prazo. No Brasil, a elevação da temperatura da campanha eleitoral subverte a agenda econômica de médio e longo prazo. A aprovação da PEC das bondades ou Kamikaze, segundo os mais céticos, aumentou os temores de uma deterioração das contas públicas, principalmente quando combinada com a redução de impostos.

O resultado deste aumento de aversão ao risco foi um desastre para as carteiras de investimentos, com *stress* no câmbio, bolsa e juros, dando ao mês de junho o título de o pior mês do ano. Ademais, tem-se a sensação de que os mercados podem, mais uma vez, estar exagerando ao precificar o medo.

Dentro deste quadro, o IPCA (IBGE) de junho foi de 0,67%, ficando 0,20 ponto percentual (p.p.) acima da taxa de maio (0,47%). No ano, o IPCA acumula alta de 5,49% e, nos últimos 12 meses, de 11,89%, acima dos 11,73% observados nos 12 meses imediatamente anteriores. Em junho de 2021, a variação havia sido de 0,53%.

Já o CDI encerrou o mês em 1,02%, acumulando no ano 5,42%, encurtando assim a distância para o IPCA acumulado do ano que é de 5,49%. Os demais índices de renda fixa sofreram com o pânico dos investidores. O índice IRF-M, calculado pela Anbima, e que reflete o desempenho de uma carteira teórica de títulos públicos prefixados, registrou uma alta de 0,37% no mês, com um

acumulado no ano de 2,19%. Já o IMA-B, de papéis atrelados à inflação, caiu 0,73% no mês e 4,35% no ano.

O mercado de ações encerra junho como o pior mês do ano, mergulhando, praticamente sem respirar, dos 111.351 pontos em 31 de maio até 98.080 pontos em 23 de junho. Depois, parou para respirar e foi até 100.764 pontos em 27 de junho, voltando a cair até 98.542 pontos em 30 de junho, com perdas de 11,50% no mês e de 5,99% no ano. Na mesma linha, o dólar PTAX voltou a operar estressado, encerrando o mês cotado a R\$ 5,238, com alta de 10,77% no mês, voltando aos patamares de fevereiro de 2022. No ano acumula uma queda de 6,14%.

Após o mau humor do mês de junho, os investidores voltaram a sorrir em julho, com os primeiros resultados de que inflação está cedendo, tanto no Brasil como no mundo, gerando a percepção de que a dose de aperto monetário poderá ser menor que o inicialmente esperado, reprecificando os ativos para patamares mais confortáveis.

A queda nos preços do petróleo no mercado internacional e a taxa de câmbio mais favorável abriram espaço para a queda nos preços dos derivados no país. Além disso, os impactos do mecanismo de redução dos impostos sobre alguns derivados, reforçaram a impressão de que a deflação do IPCA de julho pode repetir-se em agosto e que, finalmente, a curva da inflação de 12 meses reverte a tendência de alta.

Já no mês de agosto, os mercados voltaram a ficar preocupados com o aumento da tensão pré-recessão e com a persistente inflação americana sugerindo atitudes ainda mais firmes do FED em relação aos juros. Para amplificar os temores de recessão global, o governo chinês e as principais casas financeiras, dentre elas o Banco Mundial, revisaram as estimativas para 2022 de crescimento do PIB chinês para números inferiores a 3% – o menor nível nas últimas décadas. Em termos de economia doméstica havia previsão também de tensão, pois o início oficial da campanha eleitoral ocorreria em meio a uma polarização acirrada, com distribuição de auxílios sem precedentes e com muitas promessas, parecendo até que o orçamento de 2023 é ilimitado, onde a restrição orçamentária e o teto de gastos são meras abstrações teóricas.

Mesmo conscientes de que os problemas não desapareceram, e estão ali, como uma “Espada de Dâmoçles” sobre a cabeça dos investidores, a agenda positiva teve força suficiente para que os investidores conseguissem esquecer, ao menos momentaneamente, a “espada”.

O PIB do primeiro semestre de 2022 veio acima das expectativas, crescendo 2,5% em relação a igual período de 2021. Nessa base de comparação, houve desempenho negativo na Agropecuária (-5,4%) e positivo na Indústria (0,2%) e nos Serviços (4,1%).

Mas, sem dúvida, a grande surpresa positiva foi a inflação, pois não se trata apenas do IPCA do mês de agosto que registrou deflação pelo segundo mês consecutivo, o IPCA-15, o INPC e o IGP-M também estão registrando deflação,

indicando que o IPCA de setembro pode também apresentar deflação. Além disso, ainda se tem a convergência das expectativas mapeadas pela pesquisa FOCUS para 2022, 2023 e 2024, que capturam a opinião de especialistas sobre a política macroeconômica. Segundo a pesquisa, a expectativa para a variação do IPCA no ano completo de 2022 é de 6,70%, acima da meta. Para 2023, todavia, a mediana das expectativas (leitura em 26 de agosto, publicação em 29 de agosto) para o IPCA foi de 5,34%, pouca coisa acima da meta de 4,75% (no limite superior). Para 2024, espera-se, inclusive, 3,41% para uma meta de 4,50%.

Segundo o IBGE, o IPCA de agosto foi de -0,36%, segundo mês consecutivo de deflação. Em julho, a variação havia sido de -0,68%. No ano, o IPCA acumula alta de 4,39% e, nos últimos 12 meses, de 8,73%, abaixo dos 10,07% observados nos 12 meses imediatamente anteriores. Em agosto de 2021, a variação havia sido de 0,87%. Estes resultados criam condições para o Copom começar a pensar em encerrar o ciclo de elevação da taxa Selic.

O CDI encerrou o mês em 1,17%, acumulando no ano 7,75%, superando com folga o IPCA acumulado do ano que é de 4,39%. O índice IRF-M, calculado pela Anbima e que reflete o desempenho de uma carteira teórica de títulos públicos prefixados, apresentou recuperação, registrando uma alta de 2,05% no mês, com um acumulado no ano de 5,49%. Já o IMA-B, de papéis atrelados à inflação, subiu 1,11% no mês, acumulando valorização de 4,57% no ano.

Animado com cenário positivo, o mercado de ações embalou uma forte valorização até o dia 18 de agosto, quando o IBOVESPA atingiu 113.813 pontos, com uma alta de 10,32% no mês. A partir daí, as preocupações com a alta de juros no mercado americano arrefeceram um pouco o entusiasmo dos investidores, com o índice fechando em 109.523 pontos, com uma valorização de 6,16% no mês e com uma alta de 4,48% no ano. O dólar PTAX voltou a operar mais tranquilo, encerrando o mês cotado a R\$ 5,179, praticamente estável, com queda de 0,18% no mês. No ano acumula uma queda de 7,19%.

### **FIC INDUS: Na espera de dias melhores, apesar dos obstáculos**

Não há dúvidas que os resultados dos dois últimos meses empolgam, mas a “Espada de Dâmocles” permanece sobre a cabeça dos investidores, pois o FED não hesitará em aumentar os juros até que as expectativas da inflação consigam convergir para a meta, mesmo que tenha que promover um forte desaquecimento na economia americana. As preocupações advindas da Guerra da Ucrânia e do desaquecimento da economia chinesa tornam cada maior o risco de recessão global.

No Brasil, os sinais de que o ciclo de alta da Selic está chegando ao fim precisam ser combinados com a efetiva convergência das expectativas à meta de inflação no médio e longo prazo e com indicativos mais consistentes sobre a política econômica para 2023, pois enquanto o mercado não conseguir ler as verdadeiras intenções dos candidatos, a cautela nas alocações deve prevalecer, pois se venceu apenas uma batalha contra a inflação, mas não a guerra.

Em que pese o cenário ainda prometer muitas emoções tanto no *front* externo como na realidade do Brasil, o desempenho das carteiras de investimentos apresenta perspectivas favoráveis a médio e longo prazo, na medida em que as incertezas do cenário permitem que o gestor de investimentos busque um maior nível de proteção nas carteiras com possibilidades de atingir as metas estabelecidas nos planos.

Tal perspectiva é fundamentada pelo fato de que no curto e médio prazo a austeridade da política monetária tende a garantir a queda da inflação, que combinada com a incerteza do quadro fiscal tende a manter as taxas de juros reais em patamares elevados, ou seja, é possível esperar uma carteira com menor exposição de risco e rentabilidade mais próxima da meta.

Desta forma, o FIC INDUS continua mantendo sua carteira diversificada com exposição de risco moderada, realizando movimentos táticos para tentar aproveitar as oportunidades de mercado. O resultado do FIC INDUS fechou agosto de 2022 com uma rentabilidade de 1,51%% no mês, acumulando no ano de 7,05%, superando a meta do mês que foi de 0,02% e muito próximo da meta acumulada do ano que é de 7,24%.

#### **A tranquilidade dos PREVINDS**

No caso específico das carteiras dos PREVIND SESI E PREVIND SENAI a situação é tranquila, pois desde 2015 a carteira está composta, preponderantemente por títulos atrelados à variação do IPCA, marcados na curva e com taxas médias muito próximas do mínimo atuarial. Adicionalmente, vale ressaltar que no longo prazo o IPCA (indexador da carteira de investimentos) e o INPC (indexador do passivo atuarial) são convergentes, embora ocorram pequenos descolamentos no curto prazo.

Em termos de rentabilidade, o PREVIND SESI/RS rendeu 0,04% e o PREVIND SENAI/RS rendeu 0,03% no mês de agosto, acumulando 9,09% e 9,07% no ano, respectivamente como consequência da estratégia da carteira de NTN-B marcada na curva. A meta da política de investimentos dos PREVINDs ficou em 0,11% no mês e 8,22% no acumulado.

**Marco A. S. Martins, Prof. Dr.**