



CARTA MENSAL

DEZEMBRO 2024

Dezembro/2024 – Carta Mensal – Artigo Alexandre Póvoa – Revista Capital Aberto – O novo e forte mercado de capitais: Ruim para o governo?

O título desse artigo é um paradoxo. Não clamamos durante anos pelo desenvolvimento de um mercado de capitais forte no Brasil? Por que esse fato, em processo de consumação, pode ser negativo para o Governo?

Estamos em um momento bastante complicado para a economia brasileira. Questionamentos sobre a real disposição do Governo Lula sobre a austeridade fiscal e promessas de protecionismo e deportação em massa pelo presidente eleito dos EUA, Donald Trump, levaram o Real a romper a casa dos R\$ 6/US\$. As taxas prefixadas ultrapassaram a 15% ao ano, com a curva das NTN-Bs pagando acima de IPCA + 7% a.a.

A indústria de fundos tem sofrido enorme concorrência de outros produtos, sobretudo de títulos de renda fixa isentos. Não bastasse a desvantagem do come-cotas para os fundos, outros números são impressionantes. Segundo a FIPE, a fatia das ofertas de mercado de capitais na captação líquida das companhias subiu de 1,37% do PIB em janeiro para 3,47% do PIB em julho/24. Já a participação do crédito bancário tradicional na carteira das companhias caiu quase pela metade no trimestre encerrado em dezembro/23, ante ao mesmo período findado em julho de 2024 (de 2,6% para 1,5% do PIB).

Outro dado chocante é a relação entre a emissão de debêntures de infraestrutura (R\$ 96 bilhões) e a liberação de crédito do BNDES ao mesmo segmento (R\$ 31 bilhões) entre janeiro e setembro/24. O triplo para as debêntures incentivadas. Lembrando que o crédito do BNDES normalmente conta com linhas subsidiadas.

Então, não deveríamos comemorar? Até porque o lado positivo da história é que finalmente começamos a ter um mercado de capitais no país (mesmo que restrito à dívida no momento), antes muito dependente de governo! Em 2016, segundo a FIPE, o BNDES participava, em média, com 18% do passivo de longo prazo das empresas. Hoje, esse número não passa de 7%. As alternativas privadas, apesar de ainda não existir um mercado secundário totalmente líquido (o que é uma limitação), são bastante saudáveis para o país.

Porém, o aspecto preocupante é que o governo se constitui no maior devedor da praça. Pela primeira vez na história, a dívida bruta do Governo Geral (DBGG), que abrange as contas do governo federal, INSS e governos estaduais e municipais, atingiu R\$ 9 trilhões em outubro de 2024 (78% do PIB). Enfim, o estado perdulário brasileiro precisa, mais do que nunca, da poupança privada para se financiar. Se essa poupança se desloca para outras frentes, o governo terá mais dificuldade para sustentar seu passivo.

Como consequência, o juro é pressionado, a partir da queda da demanda de títulos públicos em relação à oferta.

Por outro lado, a atividade não desaquece porque as empresas estão conseguindo captar grande parte da poupança disponível. E tome pressão na inflação, com o PIB crescendo 3% ao ano versus um PIB potencial que não passa de 2% a.a!

Há, inclusive, uma discussão aberta no mercado financeiro sobre a perda de potência da política monetária por conta da expansão desenfreada dos títulos privados isentos, que concorrem com os papéis públicos (que pagam imposto de renda). Esse fator, aliado ao ambiente macroeconômico ruim, torna mais complicada (e cara) a rolagem da dívida pública. A informação a seguir deve assustar o Banco Central e o Ministro da Economia. Enquanto o volume de títulos isentos emitidos saltou de R\$ 400 bilhões em 2020 para os atuais R\$ 1,8 trilhões, o somatório de títulos prefixados e NTN-Bs atinge hoje R\$ 3,4 trilhões. Não é à toa, também, o crescimento recente do percentual das LFTs na composição da dívida pública federal. É o que o mercado está absorvendo. Esse alargamento do mercado de crédito sem imposto pode levar à necessidade de uma taxa SELIC mais elevada para a atração de capital para títulos públicos.

O mercado de fundos de investimentos não passa incólume dessa nova conjuntura. Para abrigar os papéis privados (sobretudo os isentos), a captação líquida de fundos de crédito explodiu para R\$ 330 bilhões entre janeiro e novembro/24. Os fundos de debêntures incentivadas tiveram ingresso de R\$ 105 bilhões.

Na posição inversa, nos últimos três anos, os produtos de maior risco sofreram forte movimento de resgate. Enquanto os investidores de produtos de ações (que representam somente 6,5% da indústria) retiraram R\$ 31 bilhões das carteiras, os aplicadores de fundos multimercados (15,5% do total) sacaram expressivos R\$ 586 bilhões dos portfólios. Adicionalmente, tivemos o fato novo de os fundos exclusivos fechados sendo taxados. Grande parte de todos esses recursos foram usados exatamente para comprar títulos isentos diretamente e cotas de fundos DI/Renda fixa/Crédito, em um cenário de taxas de juros ascendentes.

Existem outros mercados em que a crise não bateu: os fundos de previdência são um exemplo. Enquanto o patrimônio da indústria de fundos de investimentos no Brasil cresceu 16% ao ano, em média, nos últimos dez anos, o PL dos fundos de previdência disparou 28% anuais. Desde o início da existência de produtos abertos de previdência, a participação na indústria de fundos saltou de 0,1% em 1998, para 8% em 2006 e 16% da fatia atual. A captação positiva apresenta os seguintes números relevantes em sequência: Ano de 2024 (janeiro a outubro): R\$ 32 bilhões; últimos 3 anos: R\$ 70 bilhões; e últimos 10 anos: R\$ 345 bilhões.

O brasileiro comum sabe que é um risco contar, para a aposentadoria, com o INSS com regras cada vez mais rígidas, que buscam amainar o enorme déficit estrutural.

Dentro desse cenário, mais do que nunca, cabe ao maior devedor do mercado, o Governo, mostrar-se confiável do ponto de vista fiscal, para que seus títulos fiquem atrativos na ótica do investidor. Mas a “Escolha de Sofia” é evidente. Se o Governo resolve “jogar duro”, acabando, pura e simplesmente, com a isenção dos títulos, há dois efeitos: os positivos (para ele) - aumento de arrecadação de tributos (ajudando no fiscal) e maior facilidade de financiamento da dívida (concorrência mais igualitária); e os negativos: custo de captação mais caro para as empresas, o que pode afetar inflação e atividade, além da queda de popularidade entre os investidores de classe média/alta, em mais uma elevação de tributos. Tudo isso pode se transformar em um problema para as próximas eleições. 2026 é logo ali!

Figura 1: Retorno dos ativos em dezembro/24

Indicadores	nov/24	dez/24	Variação mês x mês
Bolsas			
Ibovespa	125.668	120.283	-4,28%
IBX	53.304	50.967	-4,38%
SMLL	1.914	1.764	-7,83%
S&P 500	6.032	5.907	-2,08%
Russell 2000	2.435	2.230	-8,40%
Câmbio			
Dólar/Real	6,05	6,19	-2,26%
DXY	105,74	108,49	2,60%
Curva de Juros e Risco-País			
DI Janeiro 2035	13,29%	14,94%	1,65%
NTN-B 2027	7,34%	8,05%	0,71%
NTN-B 2055	6,82%	7,43%	0,61%
Swap DI x Pré 12 meses	13,55%	15,22%	1,67%
CDS Brasil 10 anos	2,58%	2,97%	0,39%
Treasury 2 anos	4,13%	4,24%	0,11%
Treasury 10 anos	4,18%	4,55%	0,37%
Commodities			
Petróleo Brent	74,16	74,58	0,57%
Minério de Ferro	105,80	101,05	-4,49%
Soja US\$ (CBOT)	990	992	0,23%

Fonte: Quantum Axis, S&P Platts, B3, elaboração própria

No mercado de renda variável, vivemos um mês negativo para as bolsas internacionais, em uma espécie de ressaca de um ano favorável, muito por conta das declarações do FED acerca de uma potencial descontinuidade

na queda de juros. Enquanto o S&P caiu -2,08%, o Russel 2000 (indicador de small caps) decresceu mais fortemente em - 8,40%.

No Brasil, com a preocupação fiscal, todos os mercados pioraram bastante e a bolsa não foi uma exceção (Ibovespa - 4,28%). **Dos vinte e dois índices setoriais calculados pela Meta Asset Management, apenas um experimentou variação positiva no mês, enquanto vinte e um ficaram no terreno negativo.**

No mercado de renda fixa local, o mercado ficou pressionado com o medo de descontrole da dívida pública. Enquanto o *swap* de doze meses subiu de 13,55% para 15,22% a.a. (+ 167 pontos-base) – por conta da expectativa (confirmada na reunião do COPOM) quanto à necessidade de majoração mais forte da taxa SELIC no curto prazo –, a taxa do DI de dez anos se moveu de 13,29% para 14,94% a.a. (+165 pontos-base), mantendo a curva levemente desinclinada.

No mercado de NTN-Bs, verificou-se também importante abertura dos cupons, que terminaram próximos às máximas do ano: Tanto os títulos mais curtos (2027: +71 pontos-base, de 7,34% para 8,05% a.a.), como nos mais longos (título 2055: + 61 pontos-base, de 6,82 % para 7,43 % a.a.), em uma clara majoração de aversão ao risco.

O tom mais duro do FED em relação ao combate à inflação (e as expectativas altistas advindas da eleição de Trump) levou a um aumento das taxas na curva de juros das *treasuries* dos EUA. Enquanto o rendimento da *Treasury* de 2 anos subiu de 4,13% para 4,24% a.a, a taxa do título de 10 anos cresceu de 4,18% para 4,55% a.a , inclinando a curva.

No mercado de câmbio, o Real voltou a sofrer depreciação em relação ao dólar (-2,3%). Fatores locais como uma piora no déficit em transações correntes + temor fiscal compuseram parte dos motivos. Agregue-se a isso o chamado fator Trump e o tom mais duro do discurso do FED, que impulsionaram mais uma vez o DXY (+ 2,6%).

Nos mercados de *commodities* que mais interessam ao Brasil, observou-se desvalorização mensal do minério de ferro (-4,49%), com o renovado reflexo de um receio de desaceleração na economia chinesa. Já o petróleo oscilou bastante e terminou o mês com leve alta (+0,57%), tal como a soja (+0,23%).

O Risco-Brasil, representado pelo *Credit Default Swap* (CDS) de 10 anos, seguiu o mau humor dos ativos brasileiros em dezembro/24, saindo de 2,58% para 2,97%.

CARTEIRA META VALOR E META 11 SMALL CAP FIA

O Meta Valor FIA atingiu desempenho de -10,26% versus variação de -4,38% do IBX em dezembro/24.

O principal fator que levou a um retorno abaixo do benchmark em dez/2024, foi a súbita mudança de rumos da política monetária no Brasil. O setor de varejo acabou sendo muito afetado, apesar de julgarmos que as ações hoje têm enorme valor em um olhar de médio-longo prazo. Além disso, optamos por ficar fora de ações estatais como Banco do Brasil e Petrobras, por acreditarmos que haveria interferência por parte do Governo. Estamos confiando bastante no enorme valor das ações que temos em carteira. Cremos em uma recuperação do fundo já no começo de 2025.

O Meta 11 Small Cap FIA alcançou rentabilidade de -6,13 % versus -7,83% do benchmark SMLL em dezembro/24. No ano de 2024, o fundo atingiu -19,52% versus -25,03% do referencial. Em 24 meses (período que coincide com o Governo Lula 3), o produto acumulou +12,32% versus -12,20% do SMLL.

Cabe registrar que uma ação específica – Ambipar – teve alta de +700% (sem uma explicação plausível), contribuindo fortemente para a variação do índice SMLL em 2024. Em outras palavras, em nossas contas, se a Ambipar fosse expurgada do índice, o indicador teria caído ainda mais (-31% em 2024).

Dezembro/24 foi um mês bastante complicado para o mercado brasileiro. Houve um claro aumento de aversão a risco local, com grande desconfiança em relação ao pacote fiscal anunciado pelo Ministério da Fazenda. Inicialmente, as contas do Governo (economia de R\$ 70 bilhões) não batem com os cálculos do mercado (economia de 45-50 bilhões). Para completar, o anúncio veio acompanhado de uma desastrada proposta de isenção de IR para quem ganha até cinco salários-mínimos (renúncia estimada em R\$ 60 bilhões), que seria eventualmente compensada por uma cobrança extra de impostos sobre quem percebe ganhos totais acima de R\$ 600 mil/ano. Enfim, pareceu mais uma vez um anúncio “envergonhado” e sem convicção de contenção de despesas, que sempre vem necessariamente acompanhado por um ato populista.

O mercado de câmbio sofreu bastante, com o Real perdendo 2,3% no mês, com forte saída de recursos. Quando a moeda bateu a casa dos R\$ 6,30/US\$, o BC iniciou uma série de intervenções no mercado, com venda de US\$ 21,7 bilhões de moeda à vista, mais US\$ 10 bilhões de leilões de linha. Conseguiu desacelerar o processo, mas dificilmente alcançará sucesso no médio longo prazo, se as condições da economia continuarem adversas e com fundamento ruim.

O mercado de juros também assistiu a uma violenta deterioração, com os investidores reprecificando toda a curva. O COPOM se mostrou vigilante com a inflação corrente e expectativas fora de controle, subindo a taxa SELIC em 100 pontos-base e indicando mais duas altas de mesma magnitude nas próximas duas reuniões do colegiado.

A bolsa acabou sendo o mercado que menos sofreu em termos relativos (ajustado pelo risco). Aliás, essa foi a tônica do ano. As ações blue chips seguraram bastante a queda do índice, enquanto as mid e small caps (mais ligadas à economia local) “apanharam” muito.

A economia internacional, se não está ajudando muito, também está longe de prejudicar o desempenho dos mercados emergentes. Talvez a exceção seja o câmbio, que tem sido um pressionado com o fortalecimento do dólar, a partir das declarações do novo Presidente Trump, no sentido de aumentar o protecionismo e forçar a saída dos estrangeiros ilegais dos EUA. Com os produtos mais caros e a expulsão de mão-de-obra barata, a tendência é de maior inflação nos EUA e, por consequência, mais juros, resultando em um dólar mais forte. O FED voltou derrubar a taxa básica em 0,25%, para a faixa de 4,25%-4,5%. Mas indicou de que, a partir de agora, novas reduções não estão garantidas. Por outro lado, o pouso da economia tem sido suave, o que tranquiliza os investidores.

Já a Europa, com a economia mais fraca, viu o BCE cortar os juros também em 0,25%, para 3% a.a. Já a China continua convivendo com especulações acerca de medidas do governo para impulsionar a economia, que parece ver o teto de crescimento agora em 5% a.a.

No mês de janeiro, normalmente ocorrem as realocações de carteira dos investidores estrangeiros pelo globo. Infelizmente, não se esperam grandes investimentos entrando no Brasil, dado o horizonte nebuloso de curto prazo. No final do mês, teremos novas reuniões do COPOM e do FED. Parece que o único fator que pode estancar o pessimismo no Brasil seria o mercado encontrar um nível de preços exageradamente descontado (o chamado *undershooting*). Estamos caminhando nessa direção, mas é difícil saber qual o ponto de chegada. Muito perigoso se os investidores concluírem que estamos próximos ao cenário de dominância fiscal.

Figura 2: Índices setoriais – Meta Asset – Mês de dezembro/24

Índices Meta Asset	dezembro/24
Meta Índice Serviços Financeiros	0,6%
Meta Índice Exploração de Imóveis	-1,3%
Meta Índice Frigoríficos	-1,7%
Meta Índice Materiais Básicos	-2,6%
Meta Índice Indústria	-3,5%
Ibovespa	-4,3%
IBX	-4,4%
Meta Índice Energia Elétrica	-5,4%
Meta Índice Bancos	-5,6%
Meta Índice Saúde	-6,4%
Meta Índice Óleo Gás Petroquímico	-6,7%
Meta Índice Mineração	-6,8%
Meta Índice Agricultura	-7,6%
Meta Índice Água e Saneamento	-9,1%
Meta Índice Shoppings Centers	-9,2%
Meta Índice Supermercados	-9,4%
Meta Índice Tecnologia	-9,7%
Meta Índice Construção	-10,0%
Meta Índice Logística	-11,6%
Meta Índice Açúcar e Álcool	-11,7%
Meta Índice Varejo	-13,1%
Meta Índice Siderurgia	-14,7%
Meta Índice Aéreas	-16,1%
Meta Índice Locação de Veículos	-18,0%

Fonte: Quantum Axis, elaboração própria

Apenas um índice setorial estruturado pela Meta Asset (de vinte e dois no total) experimentou variação positiva no mês de dezembro/24.

O único destaque positivo no mês veio no segmento de serviços financeiros (+0,6%), a partir de desempenhos individuais interessantes. Cite-se B3 (+12%), BB Seguridade (+8%) e IRB (+4%);

O setor de locação de veículos (-18,0%) constituiu-se no pior desempenho do mês, impactado pela elevada alavancagem das empresas, a saber: Movida (-30%) e Armac (-25%).

Já o nicho de companhias aéreas (-16,1%), seguindo a tendência de um ano inteiro, ficou em segundo lugar no mês em termos de rentabilidade negativa. Empresas super-endividadas e estruturalmente “vendidas” em petróleo e dólar. Mencione-se a má performance Azul (-28%) e Gol (-3%).

Figura 3: Índices setoriais – Meta Asset – Ano de 2024

Índices Meta Asset	no ano
Meta Índice Água e Saneamento	80,6%
Meta Índice Frigoríficos	47,0%
Meta Índice Exploração de Imóveis	7,7%
Meta Índice Serviços Financ.	5,1%
Meta Índice Materiais Básicos	-3,2%
IBX	-9,7%
Meta Índice Bancos	-10,1%
Ibovespa	-10,4%
Meta Índice Industria	-12,0%
Meta Índice Energia Elétrica	-14,8%
Meta Índice Mineração	-17,8%
Meta Índice Logística	-20,2%
Meta Índice Óleo Gás Petroquímico	-22,5%
Meta Índice Shoppings Centers	-25,5%
Meta Índice Tecnologia	-26,0%
Meta Índice Saúde	-32,5%
Meta Índice Siderurgia	-32,6%
Meta Índice Agricultura	-32,7%
Meta Índice Construção	-32,9%
Meta Índice Açúcar e Alcool	-34,1%
Meta Índice Supermercados	-39,6%
Meta Índice Varejo	-40,6%
Meta Índice Locação de Veículos	-54,2%
Meta Índice Aéreas	-79,9%

Fonte: Quantum Axis, elaboração própria

No ano fechado de 2024, destaque positivo para os segmentos de água e saneamento (+80,6%) e frigoríficos (+47,0%). Já as menções mais negativas ficam para os indicadores de aéreas (-79,9%) e locação de veículos (-54,2%).