

## Arena Investimentos

Três temas foram relevantes para o comportamento dos ativos no mês de novembro. Comentaremos brevemente, como apropriado em uma carta mensal, a natureza dos eventos e suas implicações na formação de preços no mercado.

### Ameaça ao Regime Fiscal

*“Nada mostra mais claramente o caráter de uma sociedade e de uma civilização do que a política fiscal adotada pelo seu setor público”*

Joseph Schumpeter

Superada a fragilidade das contas externas, fonte recorrente de crises na década de 80 com efeitos nefastos para a economia, a questão fiscal tem se tornado a principal origem de incertezas e ganhou especial atenção de investidores.

O orçamento público e as instituições que regem as finanças de um país são determinantes para o grau de desenvolvimento de uma sociedade. A possibilidade de desmonte das ferramentas de gestão do gasto público idealizadas nos últimos anos trouxe maior volatilidade aos mercados no mês de novembro.

O financiamento do legítimo programa de transferência de renda para o contingente significativo de vulneráveis, agora ampliado pela pandemia, não deveria abrir precedentes na estrutura de contenção da expansão descontrolada dos gastos públicos construída nos anos recentes. Além do espaço fiscal necessário ao cumprimento do programa de auxílio, o volume em excesso alcançado pela emenda dos precatórios autoriza a contratação de despesas bem menos meritórias em ano eleitoral.

A alteração na execução da determinação judicial para pagamento dos precatórios, frustrando a legítima pretensão de quem foi ao judiciário reclamar um direito, também foi interpretada como um ruído para o ambiente de negócios, aumentando a sensação de insegurança jurídica.

O encaminhamento do orçamento público e a PEC dos precatórios são exemplos de um país com pretensões excludentes. São inconciliáveis ter uma gestão fiscal prudente com uma sociedade vigilante através das instituições de controle e parte da destinação do orçamento ser “secreta”.

São muitas as razões para o baixo crescimento do Brasil nas últimas quatro décadas, e a expansão do gasto público com pouca ou nenhuma avaliação de sua eficiência tem contribuído para este desempenho. A PEC, para muitos agentes de mercado, representa um retrocesso nos avanços institucionais de acompanhamento da despesa pública.

### Alteração política monetária pelo FED

A inflação observada em diversos países tem desafiado as autoridades monetárias a entender sua natureza devido à singularidade da pandemia. As cadeias globais de fornecimento de bens e insumos responderam em menor velocidade do que a retomada da demanda, consequência da melhora nos índices de contágio e internações pela COVID. Ao choque de oferta inicial foi adicionado um súbito aumento de demanda com gargalos ainda não normalizados no comércio internacional.

Em vários segmentos, o “congestionamento” do fluxo de mercadorias e insumos provocou um aumento de preços cuja resposta dos bancos centrais é motivo de debate. Enquanto alguns defendem seu caráter conjuntural e transitório e, portanto, ainda prematuro para uma atuação mais restritiva das autoridades monetárias, uma outra corrente entende que a demora na dissipação dos aumentos de preços, seu índice de difusão e pressões do mercado de trabalho já indicariam a necessidade de uma atuação do FED iniciando a retirada dos estímulos monetários.

Para um mundo acostumado à liquidez abundante dos últimos anos, a possibilidade de implementação de políticas restritivas que encareçam o custo do dinheiro determinará uma nova alocação em escala global, e um alinhamento de preços de ativos e das moedas.

### Variante Ômicron

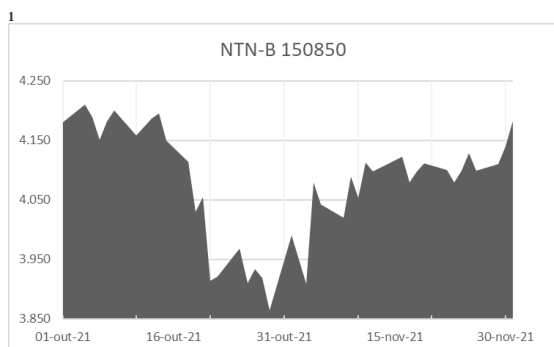
A descoberta de uma nova variante do vírus da COVID trouxe de volta a perspectiva de retorno às restrições que foram necessárias para o controle do contágio em 2020. Com muitas perguntas ainda sem respostas sobre as características da nova

variante, a notícia teve impacto relevante no mercado.

A possibilidade de volta de *lockdowns* e adoção de protocolos de isolamento afetou os preços das principais commodities e de todas as teses associadas a uma experiência presencial, como turismo, companhias aéreas e o varejo físico (shoppings).

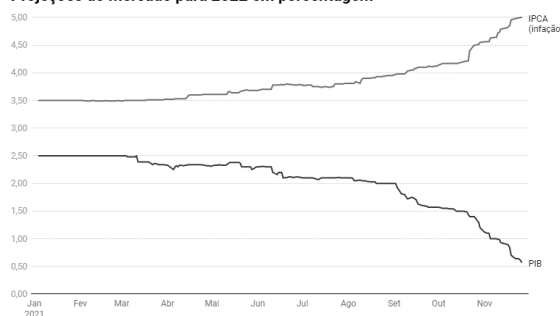
Embora ainda cedo para avaliar as consequências de uma nova variante e da resposta dos governos a um potencial aumento de contágios, a ameaça à recuperação da economia global ampliou o debate sobre as respostas dos bancos centrais à inflação. A tese de uma inflação de caráter estrutural e, portanto, demandando resposta dos BCs, poderá ser testada se os modelos incorporarem efeitos ainda mais agudos dos que o mercado antecipou com a correção de preços associadas ao evento Ômicron.

A aversão a risco se materializou em volatilidade nos mercados de juros e no preço das ações listadas na B3. Desde o começo da crise desencadeada pela emenda dos precatórios, a perda de valor de mercado das companhias listadas já alcança R\$ 273 Bilhões.



A volatilidade acompanhou os mercados de juros e dólar, conforme gráfico acima da NTN-B 150850, com a aversão a risco respondendo às incertezas originadas nos três temas acima. A deterioração das expectativas é bem representada no boletim Focus, que nas últimas dezenove semanas tem piorado as projeções de inflação e crescimento do PIB para 2022.

Projeções do mercado para 2022 em porcentagem

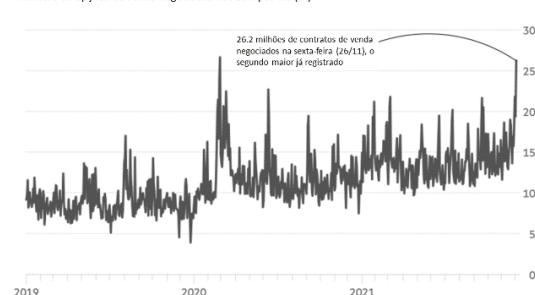


Além dos mercados domésticos, cujo tema fiscal foi determinante na formação de preços, registramos o aumento tanto na volatilidade expressa pelo VIX (Vol do S&P) e pelo aumento de posições em PUT de S&P.

3 Índice Cboe Vix de volatilidade implícita no S&P 500



4 Número de opções de venda negociadas nos EUA por dia (m)



Esperamos que a retirada de estímulos pelo FED associada ao calendário eleitoral no Brasil serão fonte de maior volatilidade para os mercados nos próximos meses. E nesse ambiente estaremos atentos a possíveis assimetrias de risco/retorno e preço/valor para as teses de nosso interesse.

Mauricio Pedrosa,  
Gestor