



CARTA MENSAL

ABRIL 2023

Abril/2023 – A atividade econômica, a inflação e o juro real estrutural botam o BC em corner

No conjunto da obra, tanto a inflação (apesar de leve melhora), como a atividade econômica, mostram grande resistência à queda. Mesmo com a vigência de uma taxa SELIC a 13,75% a.a, o BC, pressionado de todos os lados, está certo em insistir em uma política monetária austera. Sim, a taxa de juros no Brasil é muito alta, mas os críticos, talvez por questões políticas e certa desonestidade intelectual, não fazem a seguinte pergunta: “Onde estaria o IPCA, caso a taxa de juros não fosse de 13,75% a.a, desde agosto/2022?” Os livros de economia não precisam ser reescritos.

- ⇒ **Março de 2021:** O BC começou a elevar a taxa SELIC, naquela época em 2% a.a. O movimento ocorreu um ano antes da ação da maioria dos bancos centrais dos países desenvolvidos.
- ⇒ **Agosto de 2022:** O BC encerra o longo ciclo de aperto em 13,75% a.a.
- ⇒ **Abril de 2023:** Após a eleição presidencial de outubro do ano passado, os ataques à autoridade monetária não cessam, vindos sobretudo de Lula e Fernando Haddad, quanto ao nível do juro básico. Até o Presidente do Senado, Rodrigo Pacheco, se juntou ao coro pró- afrouxamento da política monetária.

Cabe enfatizar algumas razões que tornam descabidas as críticas. Primeiro, é fundamental apontar que os BCs não têm a capacidade de determinar o juro longo, apenas a taxa básica. Ninguém concede crédito na economia indexado à Selic e sim pelos juros a partir de um ano. Se o BC resolver baixar os 13,75% a.a “na marra”, o impacto na curva de juros seria muito negativo e teria o efeito inverso, agravando o problema na economia. A boa notícia é que essas taxas mais longas fecharam ao longo do mês de abril, tal qual os *yields* das NTN-Bs, possivelmente influenciados pelo envio do projeto de arcabouço fiscal para o Congresso (no mínimo, elimina o risco de cauda negativo do cenário) e por certo alívio na inflação.

A maioria dos economistas aponta uma taxa real neutra de juros ao redor de 4% a.a hoje no Brasil. A curva de juros de 1 ano, descontadas as expectativas de inflação de 12 meses, apontam atualmente para um juro real de 6,5% (caiu recentemente de 7% ao ano). Isso mostra que o BC, ao induzir a taxa de juros real para cima da taxa de juros neutra (busca de contração da atividade e da inflação), está fazendo o seu trabalho corretamente.

O problema do juro no Brasil parece ser estrutural. Desde o Plano Real até hoje observamos, em média, uma taxa real de juros de 4,6% a.a com uma inflação de 7,1% a.a. Estamos falando em 29 anos de estatísticas que

mostram que juro real elevado está longe de ser uma questão meramente conjuntural no Brasil.

Um dos grandes problemas no nosso país é a prevalência do chamado crédito direcionado, onde há subsídio de taxa ao tomador do empréstimo (BNDES é um exemplo). Nada menos que 42% do crédito no nosso país são emprestados nessa modalidade. Isso influencia indiretamente os outros 58%, reduzindo a potência da política monetária e exigindo uma taxa de juros mais elevada.

Outra questão bem brasileira é a memória inflacionária. A década de 80 e início da década de 90, de hiperinflação camuflada pela engenhosa correção monetária, deixaram marcas de indexação que até hoje impactam a rigidez da variação de preços no Brasil.

Um terceiro fato constitui-se no eterno problema fiscal brasileiro. As despesas obrigatórias engessam e dificultam o equilíbrio do orçamento. Entra governo e sai governo, o desafio é sempre o mesmo. Os juros são consequência e não causa dessa questão, como em um ciclo vicioso, sobretudo considerando o sempre elevado déficit nominal sobre o PIB. Como o patamar da taxa de juros é uma variável endógena, as metas sempre são calcadas no resultado primário, que mesmo assim tem sido inexoravelmente difícil de atingir. Em março/23, por exemplo, o setor público apresentou um déficit primário (R\$ 14 bilhões negativos), muito por conta da frustração de receitas.

Mas até que ponto o BC está pressionado a baixar juros? As estimativas do Boletim FOCUS apontam para uma taxa SELIC no final de 2023 em 12,50% ao ano, nível abaixo do atual. Os comportamentos do IPCA (e das expectativas) e da atividade econômica são pontos focais de controle e avaliação da autoridade monetária.

No mês de abril, tivemos algumas boas notícias no campo inflacionário. A divulgação do IPCA de março e do IPCA 15 de abril tornou o cenário mais animador. A média dos núcleos caiu para aproximadamente 0,45% (elevada ainda, mas decrescente), com o índice de difusão em 61%.

Já as estimativas de inflação no Boletim FOCUS virtualmente pararam de subir – IPCA 2023 (de 5,96% para 6,05% a.a); IPCA 2024 (de 4,13% para 4,18% a.a); IPCA 2025 (permaneceu em 4% a.a) e IPCA 2026 (estável em 4% a.a). Enfim, ainda em nível alto, a trajetória de incremento parece ter sido interrompida, renovando as esperanças de visualização de um afrouxamento monetário. A grande preocupação continua sendo a inflação do setor de serviços.

No caso da atividade econômica, tivemos boas e más leituras (do ponto de vista de queda de juro). O mercado de crédito mostrou sinais de leve desaceleração, com aumento de inadimplência, elevação de juros e queda

de concessões. Além disso, foram os seguintes os dados de fevereiro em relação a janeiro: Produção industrial (-0,2%); vendas no varejo (-0,1%) e volume de serviços (+1,1%).

O mercado de trabalho mostrou sinais de força: O CAGED de março apontou para uma criação de 195 mil empregos e o IBGE indicou a taxa de desemprego em 8,8%.

A maior surpresa no mês de abril consistiu na divulgação do IBC-BR de fevereiro em +3,32% relativamente ao mês de janeiro, um percentual três vezes maior em relação ao consenso de mercado. Os destaques foram o desempenho dos segmentos de serviços e agropecuária.

No campo político, o projeto de arcabouço fiscal (com várias modificações em relação ao original) foi entregue ao Congresso e os líderes prometeram uma avaliação célere. Acreditamos que o texto será modificado, sobretudo no ponto que elimina a criminalização do governo, caso haja descumprimento da meta de superávit primário. Depois do corte do teto de gastos, tal previsão afronta a Lei de Responsabilidade Fiscal. Além disso, o cronograma indica que o parecer sobre a Reforma Tributária deve começar a tramitar em meados de maio.

O poder efetivo do Ministro Fernando Haddad foi mais uma vez colocado em xeque quando o Presidente Lula mandou suspender o anunciado imposto de importação de 60% sobre itens importados abaixo do valor de US\$ 50. Tal como no episódio da não volta do imposto sobre os combustíveis no começo do ano, Haddad saiu derrotado, mostrando como o Presidente Lula tem sempre a palavra final na condução econômica do governo.

O comportamento do Real no ano (+5,6%) pode ser explicado pela confortável posição externa brasileira. As reservas internacionais estão em US\$ 340 bilhões, gerando um colchão de liquidez muito tranquilo frente aos pagamentos. O déficit em transações correntes em doze meses atingiu 2,66% do PIB, enquanto a relação investimento direto externo sobre o PIB chegou a 4,57%. Isso significa que a cada US\$ 1 que sai do país em transações, US\$ 1,70 entram em investimento produtivo. Portanto, o Brasil está longe de precisar de capitais de curto prazo para fechar a conta. Mesmo assim, só no ano passado, entraram US\$ 20 bilhões de investimentos estrangeiros na Bolsa brasileira. Além disso, há um diferencial de juros superior ao redor de 10%, que atrai dinheiro para a renda fixa.

Nesse cenário muito positivo, o Brasil captou um bônus de 10 anos no montante de US\$ 2,2 bilhões (com demanda 3,5 vezes maior) a 6,15% a.a de taxa (285 pontos de *spread over Treasury*).

Nos EUA, a crise bancária foi controlada ao longo do mês. Apesar de alguns bancos locais ainda estarem pressionados, o FED, por enquanto, teve sucesso em conter uma potencial crise sistêmica. O First Republic Bank foi a “bola da vez”, após apresentar resultados muito fracos e grande volume de resgates de depósitos. As ações caíram mais de 50%. Ao longo do mês de maio, veremos os desdobramentos.

Na economia, os dados de emprego continuaram fortes (criação de 236 mil empregos em fevereiro), com o gasto da hora média trabalhada em linha com o esperado (+0,30%). O PIB do terceiro trimestre (+1% x 2% esperados) decepcionou, mas mostra que a elevação de juros pelo FED começa a surtir algum efeito na economia.

No campo da inflação, o CPI (+0,1%), o PPI (-0,5%) e o PCE (+0,1%) de março vieram já em um patamar mais moderado, animando os investidores em relação a uma possível interrupção do FED do aperto monetário, apesar do mercado de trabalho ainda apertado.

Na Europa, os indicadores de atividade (encomendas de bens duráveis, PMIs e produção industrial) foram mais fortes, afastando o perigo de recessão na região. Adicionalmente, os índices de inflação continuaram persistentemente elevados, o que deve levar o BCE e o BOE a persistir no aperto de política monetária. Tal qual nos EUA, após a compra do Credit Suisse pelo UBS, a temer de uma crise bancária parece ter sido amainado.

A China parece estar saindo a passos largos do período de baixo crescimento, após a crise da COVID. Reabrindo o país gradativamente, o superávit comercial de US\$ 88 bilhões de março representou recorde histórico, com crescimento de 14,8% nas exportações (versus -7% esperados) e queda de 1% nas importações (versus -5% aguardados). O PIB da China cresceu 4,5% no primeiro trimestre do ano versus 4% de expectativas. A produção industrial cresceu 3,9% e o varejo 10,6% ano contra ano.

Outro fato relevante do mês foi o surpreendente e inesperado corte de produção de petróleo (1 milhão de barris/dia) pela OPEP, pressionando cotações.

Figura 1: Retorno dos ativos em abril/23

Indicadores	mar/23	abr/23	Variação mês x mês
Bolsas			
Ibovespa	101.882	104.432	2,5%
IBX	43.161	43.994	1,9%
S&P 500	4.109	4.169	1,5%
Câmbio			
Dólar/Real	5,08	5,00	1,6%
DXY	102,59	101,67	-0,9%
Curva de Juros e Risco-País			
DI Janeiro 2033	12,91%	12,43%	-0,5%
NTN-B 2025*	6,01%	5,74%	-0,3%
NTN-B 2055*	6,26%	6,04%	-0,2%
Swap DI x Pré 12 meses	12,47%	12,49%	0,0%
CDS Brasil 10 anos	3,18%	3,14%	0,0%
Treasury 2 anos	4,04%	4,02%	0,0%
Treasury 10 anos	3,48%	3,53%	0,1%
Commodities			
Petróleo Brent	79,19	79,54	0,4%
Minério de Ferro	127,30	106,50	-16,3%
Soja US\$ (CBOT)	1.506	1.404	-6,8%

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

No mercado de renda variável, o Ibovespa subiu 2,5%, acompanhando as bolsas externas, influenciadas pelo fechamento da curva de juros. Dos vinte e dois índices setoriais calculados pela Meta Asset Management, 13 apresentaram variação positiva no mês.

No mercado de renda fixa, a curva continuou “desinclinando” (praticamente *flat*), muito puxada pela entrega do arcabouço fiscal e números melhores de inflação. Enquanto o *swap* de doze meses subiu levemente de 12,47% para 12,49% a.a. (+ 2 pontos-base), o DI de dez anos caiu mais fortemente, de 12,91% para 12,43% a.a. (-48 pontos-base).

No mercado de NTN-Bs, o movimento foi de queda generalizada da curva, com queda tanto dos cupons mais curtos (2025: -27 pontos-base de 6,01% a.a para 5,74%) quanto dos mais longos (título 2055: - 22 pontos-base, em 6,26% para 6,04% a.a).

A curva das taxas das *Treasuries* de dois e dez anos nos EUA, após um mês anterior tenso por conta da crise bancária, tiveram um comportamento muito volátil, terminando o mês sem direção definida. Enquanto o rendimento da Treasury de 2 anos caiu de 4,04% a.a para 4,02%, a taxa do título de 10 anos subiu de 3,48% para 3,53% a.a, no aguardo de mais uma reunião do FED em maio.

No mercado de câmbio, o Brasil seguiu, em abril, a mesma tendência de depreciação da moeda norte-americana observada internacionalmente (DXY: -0,9%), com o Real se apreciando (+1,6%) em relação ao dólar, movimento concomitante com a estabilidade da curva de juros nos EUA. Tal movimento ocorreu a despeito do forte declínio da cotação do minério de ferro (-16,3%) e da soja (-6,8%) e estabilidade na cotação do petróleo (Brent +0,4%).

Já o Risco-Brasil, representado pelo *Credit Default Swap* (CDS), se manteve praticamente constante em 3,14% a.a.

Figura 2: Índices setoriais – Meta Asset – Mês de Abril/23

Índices Meta Asset	abr/23
Meta Índice Açúcar e Álcool	15,1%
Meta Índice Serviços Financeiros	7,5%
Meta Índice Energia Elétrica	7,3%
Meta Índice Bancos	7,3%
Meta Índice Shoppings Centers	6,1%
Meta Índice Logística	5,8%
Meta Índice Óleo Gás Petroquímico	4,3%
Meta Índice Indústria	4,1%
Meta Índice Construção	3,7%
Meta Índice Tecnologia	3,4%
Meta Índice Saúde	2,6%
Ibovespa	2,5%
Meta Índice Materiais Básicos	2,3%
IBX	1,9%
Meta Índice Locação de Veículos	1,7%
Meta Índice Varejo	0,0%
Meta Índice Água e Saneamento	-0,9%
Meta Índice Frigoríficos	-3,8%
Meta Índice Aéreas	-5,2%
Meta Índice Agricultura	-7,2%
Meta Índice Siderurgia	-8,4%
Meta Índice Supermercados	-9,0%
Meta Índice Mineração	-10,7%

Fonte: Quantum Axis, elaboração própria

Treze índices setoriais experimentaram variação positiva no mês de abril/23.

Em primeiro lugar, veio o segmento de açúcar e álcool (+15,1%), na esteira da elevação de 13% do preço do açúcar. Destaque para São Martinho (+16%), Jales Machado (16%) e Raízen (12%).

No segundo posto, aparece o setor de serviços financeiros (+7,5), com os papéis puxados pela melhora do ambiente macroeconômico. Cite-se IRB (42%), Caixa Seguridade (13%), B3 (13%) e Cielo (12%).

O nicho de mineração (-10,3%) apresentou má performance pelo segundo mês consecutivo, pela queda das commodities metálicas. Apontamos CBA (-25%), Vale do Rio Doce (-10%) e CSN (-4%).

Já o segmento de supermercados (-9%) também não teve bom retorno. Destacamos Assaí (-21%) e Carrefour (-13%), com a expectativa da divulgação de resultados ruins do primeiro trimestre/23.

Figura 3: Índices setoriais – Meta Asset – Ano de 2023

Índices Meta Asset	no ano
Meta Índice Shoppings Centers	13,8%
Meta Índice Indústria	11,7%
Meta Índice Logística	8,0%
Meta Índice Açúcar e Álcool	3,6%
Meta Índice Serviços Financeiros	3,1%
Meta Índice Locação de Veículos	1,7%
Meta Índice Energia Elétrica	1,7%
Meta Índice Água e Saneamento	1,5%
Meta Índice Construção	0,3%
Meta Índice Bancos	-2,1%
Meta Índice Aéreas	-4,7%
Ibovespa	-4,8%
IBX	-5,5%
Meta Índice Saúde	-6,3%
Meta Índice Agricultura	-6,7%
Meta Índice Materiais Básicos	-8,6%
Meta Índice Óleo Gás Petroquímico	-11,3%
Meta Índice Siderurgia	-12,1%
Meta Índice Varejo	-15,8%
Meta Índice Mineração	-17,2%
Meta Índice Tecnologia	-17,4%
Meta Índice Supermercados	-21,3%
Meta Índice Frigoríficos	-23,4%

Fonte: Quantum Axis, elaboração própria

No ano, destaque positivo para os setores de shopping centers e indústria e, negativo, para os segmentos de frigoríficos e supermercados.

CARTEIRA META VALOR

O Meta Valor FIA atingiu desempenho de -0,89% versus 1,93% do IBX em abril/23. No ano, a performance acumulada do fundo chega a -11,71%, enquanto a do IBX alcança -5,48%.

Após dois meses seguidos de retornos negativos, o mercado acionário brasileiro encerrou o mês de abril no campo positivo, seguindo o desempenho das bolsas norte-americanas. O Fundo Meta Valor apresentou desempenho inferior ao IBX-100 no mês, decorrente da performance negativa de algumas ações específicas e da posição *underweight* em bancos em Petrobras.

Foi um mês de queda mais pronunciada do preço do minério de ferro Platts, que recuou 16,3%, decorrente da expectativa de desaceleração da produção de aço na China nos próximos meses e de um movimento de redução de estoques na cadeia. Além disso, o PMI industrial na China recuou para 49,2 em abril, sugerindo retração da atividade no mês. Esta queda da *commodity* acabou afetando o desempenho das ações das mineradoras em abril. Por outro lado, o preço do petróleo Brent permaneceu praticamente estável no mês, suportado pela redução da oferta por parte da OPEP, o que garantiu um bom retorno para as principais ações do setor de petróleo.

O setor de bancos foi um dos grandes responsáveis pelo bom desempenho do IBX-100 em abril. Mais uma vez ficou claro a qualidade dos balanços dos principais bancos brasileiros, que apresentam provisões em excesso e estão bem preparados para o cenário de aumento do risco de crédito no país.

A performance das empresas do setor de varejo não foi homogênea durante o mês. A queda dos juros futuros ajudou olhando a parte macro, mas o micro de cada empresa acabou sendo mais decisivo. Algumas empresas estão sendo mais afetadas pelo aumento da inadimplência, redução do poder de compra do consumidor e incremento da concorrência. As empresas com maior poder de elevação de preços acabam se saindo melhor nesse cenário.

Um setor que continua apresentando bom desempenho é o de shopping centers. Em abril, a Multiplan reportou seu resultado referente ao primeiro trimestre de 2023 e mostrou crescimento real de aluguel mesmas lojas, na comparação com o mesmo período do ano passado. O balanço mais uma vez superou as estimativas do mercado e garantiu nova valorização para as suas ações.

CARTEIRA META SMALL CAPS

O Meta SMALL CAPS FIA atingiu desempenho de **+0,93% versus +1,91% do SMLL em abril/23**. No ano, a performance acumulada chega a **+3,06%**, enquanto a do SMLL alcança **-7,78%**.

TEMA DO MÊS: Proposta de mudança na remuneração do FGTS

Contexto:

A partir dos anos 1990, o FGTS passou a ser remunerado pela Taxa Referencial (TR), que é calculada com base na Taxa Básica Financeira (TBF). A TBF, por sua vez, é medida por meio da média ponderada das taxas de juros praticadas no mercado secundário de LTNs. Após isso, o BC aplica um redutor para estabelecer a TR.

A partir de 2017, foi determinado que fosse distribuído cerca de 50% do resultado do FGTS no dia 31 dezembro de cada ano, mediante a deliberação do Conselho Curador do FGTS.

Linha do Tempo:

2014:

O Partido Solidariedade entra com uma ação no STF pedindo a mudança da remuneração do FGTS pelo IPCA e não via TR+ 3%. A justificativa era que essa remuneração seria inconstitucional e estava causando perdas significativas para os trabalhadores, sendo o relator da ação o Ministro Roberto Barroso.

2018:

O Tribunal de Justiça decide unificar o entendimento que o FGTS deveria ser remunerado via a TR.

2019:

Suspensão da ação, dada a decisão do STJ em 2018 sobre continuar com a remuneração via TR.

2020 a 2022:

Diversas ações de pessoas físicas foram julgadas, mas todas indeferidas.

2023:

Em 24 de janeiro, foi incluída novamente na agenda da Presidente do STF a retomada do julgamento desse caso, dessa vez para o dia 20 de abril de 2023.

Em 20 de abril foi declarado por Barroso que a remuneração do FGTS não poderia ser inferior a remuneração à da caderneta de poupança (TR + 0,5 a.m ou TR + 6,17% a.a.). O Ministro também declarou que as medidas só seriam válidas a partir da publicação da ata, desse modo não sendo retroativo, tendo o voto a favor de sua decisão do Ministro André Mendonça.

No dia 27 de abril, tivemos a continuação da votação de caso, que foi adiada por até 90 dias, por novo pedido de vista.

Impactos para o programa Minha Casa Minha Vida (MCMV):

Atualmente, o FGTS serve como o *funding* da Caixa Econômica para o financiamento do Minha Casa Minha Vida. Deste modo, um aumento da remuneração dos cotistas do fundo levaria ao encarecimento e provável uma redução deste *funding*, dificultando a manutenção do programa nos moldes atuais.

Portanto, traçamos três possíveis cenários para tentar quantificar estes impactos.

Figura 4 - Cenários para o MCMV dado o processo em andamento**Cenário 1 (Otimista)**

O governo consegue barrar as mudanças, e a remuneração do FGTS se mantém em TR + 3,0%

Impacto:

Sem mudanças no programa, positivo para as empresas listadas.

Cenário 2 (Base)

O governo não consegue barrar as mudanças, e a remuneração do FGTS passa a ser de TR + 6,17%

Impacto:

Maior restrição ao Minha Casa Minha Vida, e possível redução do tamanho do programa.

Cenário 3 (Pessimista)

O governo não consegue barrar as mudanças, e a remuneração do FGTS passa a ser de IPCA

Impacto:

Inviabiliza a continuidade do programa, sendo extremamente negativo para as empresas listadas.

Fonte: Meta Asset

Trabalhando com nosso cenário base, podemos começar a tirar conclusões sobre os impactos no programa. Para isso, adaptaremos um estudo realizado por Bruno Mendonça, responsável pela cobertura de *Real Estate* no Bradesco BBI. Primeiramente, deve-se entender a estrutura atual do balanço do FGTS. Basicamente, o ativo consiste em aproximadamente R\$ 390 bilhões de ativos imobiliários, que rendem em torno TR + 5,0%, e cerca de R\$ 180 bilhões de caixa, que está rendendo 13,75% ao ano. O passivo consiste nas quotas do fundo, de aproximadamente R\$ 510 bilhões, que são remuneradas a TR + 3,0%, e o Patrimônio Líquido é de aproximadamente R\$ 105 bilhões.

Figura 5 – Balanço Patrimonial do FGTS (nov/22)



Fonte: FGTS

É importante destacar que, por lei, o FGTS precisa entregar um ROA (retorno sobre os ativos) de pelo menos 1,0%. Com o ativo do balanço atual, o lucro mínimo necessário seria de cerca de R\$ 6,5 bi, bem abaixo do lucro de 2022, de cerca de R\$ 15 bi.

Porém, grande parte deste lucro vem da posição de caixa do fundo, de aproximadamente R\$ 180 bilhões, que está rendendo aproximadamente 13,75% ao ano. Assim, uma redução, já esperada, da Selic nos próximos anos, reduziria essa fonte de receita, gerando uma necessidade de maior

rentabilidade no segmento imobiliário para manter o patamar atual de lucro.

Assumindo que a remuneração das quotas passe a ser TR + 6,17%, segundo nosso cenário base, o aumento da remuneração do passivo seria de aproximadamente R\$ 16,2 bi (quotas * (6,17% - 3%)), ou seja, cerca de 2,5x o lucro mínimo que atualmente o fundo precisa entregar. Considerando o lucro entregue em 2022, o *gap* seria de aproximadamente R\$ 1,2 bi, o que não parece um cenário catastrófico para o programa, dado que atualmente os subsídios representam aproximadamente R\$ 9,5 bi, e uma redução de R\$ 1,2 bi nestes subsídios não geraria tantos impactos.

Porém, o cenário é mais desafiador quando consideramos a queda futura na taxa Selic, principal contribuidor da rentabilidade do fundo em 2022. Em um cenário que a Selic caia para 10%, a rentabilidade do caixa reduziria em aproximadamente R\$ 6,6 bilhões, aumentando o *gap* de lucratividade mínima para cerca de R\$ 8 bilhões.

Considerando cerca de R\$ 8 bilhões de *gap*, as faixas mais baixas do programa seriam muito afetadas, dado que o subsídio atual é de cerca de R\$ 9,5 bilhões. Com isso, o programa ficaria mais concentrado nas faixas mais altas, como a faixa 3, ou com a criação de uma nova faixa.

Possíveis Soluções:

Mapeamos algumas medidas para o FGTS manter o ROA mínimo de 1,0% diante da nova remuneração dos cotistas, e a maioria delas aponta para uma redução do tamanho do MCMV e concentração nas faixas mais altas. Entre elas, destacam-se: (i) redução de subsídios, (ii) aumento das taxas de financiamento, (iii) redução do financiamento, (iv) concentração do financiamento nas faixas mais altas do programa e (v) subsídio adicional do governo.

As alternativas de (i) a (iv) indicam uma redução no *affordability* do consumidor-alvo do programa, ou uma redução da oferta de crédito a taxas competitivas. Por outro lado, a alternativa (v), que poderia levar a uma manutenção do patamar atual do programa, geraria mais incerteza sobre o fiscal do país, e necessitaria de uma longa negociação com o Congresso. Em nossas estimativas, o subsídio adicional do governo, apenas para manter o patamar atual, seria de pelo menos R\$ 5 bilhões ao ano.

Uma alternativa para suavizar a transição do programa, seria o aumento temporário do *payout* do FGTS para acima de 100%, incrementando a rentabilidade dos cotistas no curto prazo.

Conclusão:

Diante do cenário apresentado, caso a medida que tramita seja aprovada pelo STF, esperamos uma redução do tamanho do programa nos próximos anos, com uma concentração nas faixas mais altas do MCMV. Enquanto as faixas mais baixas seriam mais impactadas, e provavelmente dependeriam do subsídio adicional do governo para se manterem operando, não vemos grandes impactos na Faixa 3 do Programa.

Deste modo, a Cury, empresa investida no Meta 11 Small Caps, não sofreria uma mudança estrutural em seu modelo de negócios. Além disso, seria menos impactada que seu principal par listado, a Direcional, podendo trazer fluxos adicionais para o papel, diante da migração de teses. Isso porque cerca de 70% dos lançamentos da Cury ficam a partir da Faixa 3 do Programa, comparado com cerca de 50% da Direcional.

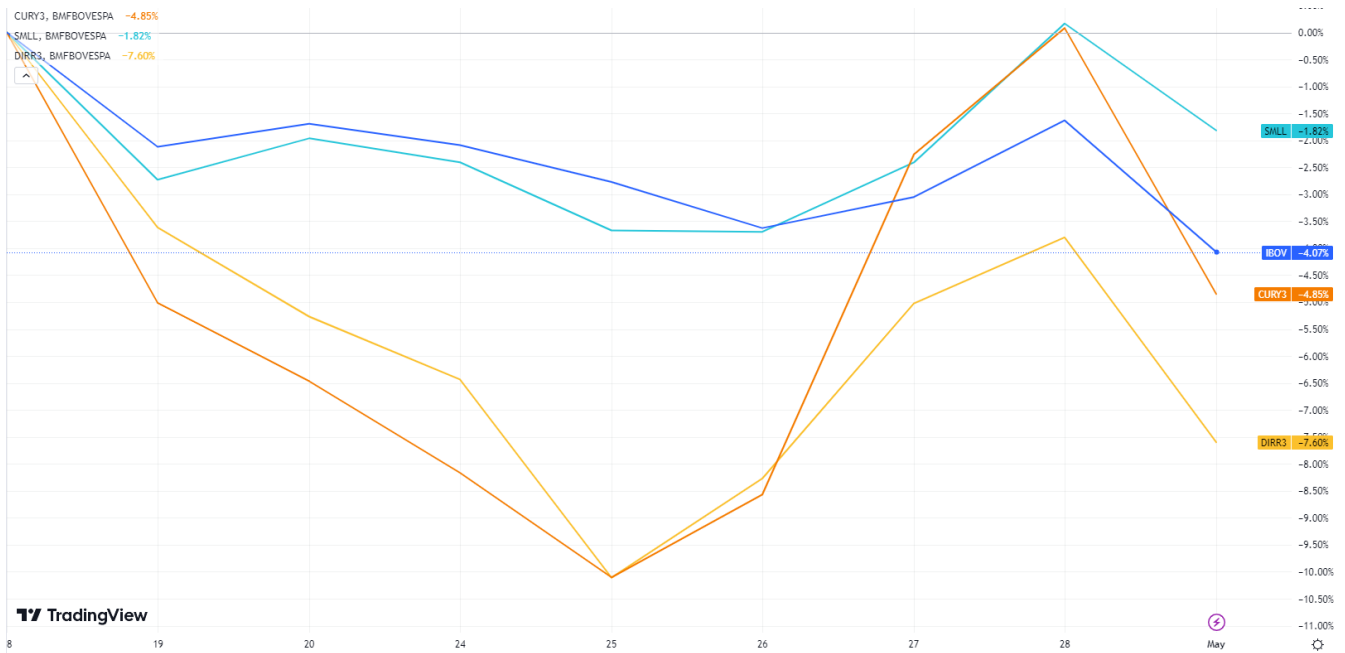
Figura 6 – Faixas de atuação de Cury e Direcional

	Faixa 1	Faixa 1.5	Faixa 2	Faixa 3	Fora do MCMV
Cury	0,0%	0,0%	30,0%	50,0%	20,0%
Direcional	0,0%	0,0%	50,0%	30,0%	20,0%

Fonte: Cury, Direcional

Por fim, destaca-se a queda acentuada dos papéis voltadas ao Minha Casa Minha Vida durante a semana da última votação, e a boa recuperação, principalmente após o adiamento do processo. Os papéis da Cury chegaram a desvalorizar cerca de 10%, entre os dias 18/04, quando se retomou a discussão da votação, e 25/04, dois dias antes da última sessão de votação. Entendemos como exagerado este movimento e optamos por seguir com o investimento, dado que não enxergamos evidências suficientes de mudanças estruturais nesta tese de investimento específica.

Figura 7 – Cotação de Cury e Direcional desde 18/04 até 30/04, comparadas com o Ibovespa e o Small.



Fonte: TradingView

Fundos de Ações	Data	Valor da Cota	Mês	No Ano	Últimos 12M	PL Atual (mil)	PL Médio 12M (mil)	Estratégia	Data de Início
META VALOR FIA	28/04/2023	2,55800467	-0,89%	-11,71%	-17,68%	194.631	243.761	Ações IBrX Ativo	11/04/2006
IBX-100			1,93%	-5,48%	-6,55%				
IBOVESPA			2,50%	-4,83%	-4,99%				
META 11 SMALL CAP FIA	28/04/2023	0,80796492	0,93%	3,06%	-18,25%	2.255	2.352	Ações Small Caps Ativo,	11/04/2022
Small			1,91%	-7,78%	-21,57%				
Total Estratégia Renda Variável						196.885	246.114		
Total AUM						197.770	247.227		

Indicadores	Data	Mês	No Ano	Últimos 12M
CDI	28/04/2023	0,00%	4,20%	13,43%
IPCA	28/04/2023	0,71%	2,09%	4,65%
IBrX - 100	28/04/2023	1,93%	-5,48%	-6,55%
SMLL	28/04/2023	1,91%	-7,78%	-21,57%

DATA DE ENVIO

03/05/2023

DATA DE REFERÊNCIA

28/04/2023

As rentabilidades informadas estão líquidas de taxas de administração e performance.

META VALOR

Taxa de Administração: 2,50% a.a.

Taxa de Performance: 20% sobre o ganho que exceder a variação do IBX-100 FECHAMENTO (conceito marca d'água).

Resgate: D+1, D+2.

(*) A coluna 12 meses se refere a rentabilidade da cota data base (d-1) dividido pela cota do dia útil equivalente de 12 meses atrás.

() A tabela dos últimos 365 dias se refere a rentabilidade da cota data base (d-1) dividido pela cota de 365 dias atrás (d-365)**

META 11 SMALL CAP FIA

Taxa de Administração: 2,50% a.a.

Taxa de Performance: 20% sobre o ganho que exceder a variação do ÍNDICE SMLL FECHAMENTO (conceito marca d'água).

Resgate: D+1, D+2.

Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de crédito - FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise em um período de, no mínimo, 12 (doze) meses. Leia o prospecto, o formulário de informações complementares, Lâminas e Regulamento antes de investir. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos.

