

A falsa força da bolsa brasileira

-10,4%. Essa foi a queda do Ibovespa em 2024, ano muito complicado para o mercado financeiro brasileiro, com forte depreciação dos preços dos ativos, tanto de renda variável como renda fixa. Esse número, aparentemente feio, efetivamente “não foi tão ruim” quando comparado a outros segmentos (com o devido ajuste pelo risco).

O que dizer de um país que assistiu uma desvalorização de - 21,5% de sua moeda, que saltou de R\$ 4,85 para R\$ 6,18/US\$? Quantos economistas não previam, no começo do ano, até uma apreciação do câmbio?

A mudança violenta de cenário também afetou também o mercado de juros. Em dezembro de 2023, o juro de 12 meses apontava para 10,0% ao ano. Esse mesmo vértice chegava a 15,4% a.a no final de 2024. A taxa SELIC, que vinha sendo reduzida, voltou a subir. Quantos gestores de multimercados não foram surpreendidos e “stopados” em suas posições prefixadas, explicando o mau desempenho dos fundos?

O que falar então das NTN-Bs longas (2060), que indicavam retorno de IPCA + 5,5% a.a em dezembro/23 e, no final do ano passado, o mesmo cupom já marcava 7,4% a.a? Quantos investidores institucionais realizaram fortes resgates de produtos de maior risco no começo de 2024 para aplicarem nesses títulos, na premissa de grande atratividade de retorno naquele patamar, vis a vis as suas metas atuariais?

Outros milhões de investidores migraram para títulos isentos, crédito em geral e fundos imobiliários, que também não escaparam de relevantes quedas em suas cotações.

O risco-Brasil, apesar da surpreendente (e até hoje inexplicável) elevação de rating soberano pela Moody's, se deteriorou em um ano, com o CDS de 10 anos saltando de 224 pontos para 297 pontos.

As razões para tal comportamento pessimista dos ativos têm como base principal a preocupação com as contas fiscais. Os números são preocupantes dado que, na verdade, o grau de liberdade do Governo para cortar gastos é mínimo. Segundo relatório do Tesouro, no período entre 2016 e 2023, as despesas discricionárias do Executivo representaram, em média, 1,8% do PIB e 8,9% do gasto total. Em outras palavras, 91,1% do orçamento estão comprometidos com despesas já “carimbadas”. Para piorar a situação, a participação de emendas parlamentares de execução obrigatória nas despesas discricionárias saltou de 0,1% em 2014 para 18,6% em 2023. Fica claro que o problema fiscal no Brasil chegou a um ponto insuportável, com o orçamento completamente engessado, levando à preocupações legítimas quanto à trajetória da dívida. O arcabouço fiscal

e o pacote desidratado no final de 2024 estão longe de dar conta da questão estrutural. A dominância fiscal é uma hipótese legítima.

Além disso, a baixa poupança e investimentos em produtividade levam a um PIB potencial estimado de apenas 2% ao ano. A Reforma Tributária simplifica e melhora qualitativamente a cobrança, mas não resolve a alta carga de impostos. Portanto, o país não consegue crescer 3% a.a (como tem ocorrido nos últimos três anos) sem gerar inflação. Vislumbramos o BC com enormes dificuldades de levar o IPCA para a meta, o que implica em uma taxa de juro real neutra altíssima atualmente, de 7% ao ano. Sem política fiscal, resta o esforço da autoridade monetária.

No entanto, observando o desempenho do Ibovespa (-10,4%) em 2024, parece uma queda, ajustada pelo risco, relativamente pequena quando comparada a de outros ativos (câmbio, juros, crédito e fundos imobiliários). Mas será que as ações brasileiras tiveram realmente esse resultado negativo apenas moderado? Note-se que quase dois terços da composição do Ibovespa são formados por papéis do setor financeiro (36%), petróleo (14%) e materiais básicos (13%). Será que o risco de se investir em ações no país se restringe à performance de ações como Itaú, Banco do Brasil, Petrobras, Vale e algumas exportadoras?

Certamente não. Nos assustamos quando constatamos, por exemplo, o desempenho do índice Small Caps (SMLL) da B3, que caiu - 25% em 2024. Pior, se não fosse a alta de 700% (difícil de compreender) de um só papel – Ambipar – a derrocada teria sido de ainda mais drástica (-31%).

A Meta Asset calcula índices setoriais que mostram a “verdadeira” bolsa brasileira. Eis o desempenho de 13 segmentos no ano passado, que caíram mais de 20%: Aéreas (-80%), Locação de Veículos (-54%), Varejo (-41%), Supermercados (-40%), Açúcar e Alcool (-34%), Construção (-33%), Agricultura (-33%), Siderurgia (-32%), Saúde (-32%), Tecnologia (-26%), Shopping Centers (-25%), Óleo/Gás/Petroquímico (-23%) e Logística (-20%). Dos 22 nichos estudados, nada menos que 18 sofreram desvalorização. Enfim, o mercado de ações brasileiro em 2024 foi muito pior do que o Ibovespa aponta.

Está barato? Aparentemente sim, mas as atuais condições de sentimento e fundamento exigem um mercado “escandalosamente barato”, para chamar compra efetiva.

Esse mau momento dos ativos brasileiros contrasta com a performance dos mercados mundiais. Nos países desenvolvidos, bons exemplos no ano passado: EUA (S&P + 25,4% e Russel 2000 – o small caps: + 14,4%),

Reino Unido (FTSE + 5,0%), Alemanha (DAX + 18,9%) e Japão (Nikkei +19,2%). Nos emergentes, a China (SSECO: +14,5%) e Austrália (ALLORD: + 8,5%). Até a Argentina subiu 113% em dólares, com o efeito na economia das medidas ortodoxas do polêmico libertário de direita Javier Milei. Aliás, se a Argentina começar a dar certo em 2025, será que o cenário político no Brasil poderá sofrer impacto para 2026? Mas esse é um assunto para um outro artigo. Feliz ano novo!

Alexandre Póvoa

Estrategista da Meta Asset Management

Autor dos livros: *Valuation, Como Precificar Ações e Mundo Financeiro, o Olhar de um Gestor*

alexandre.povoa@metaam.com.br