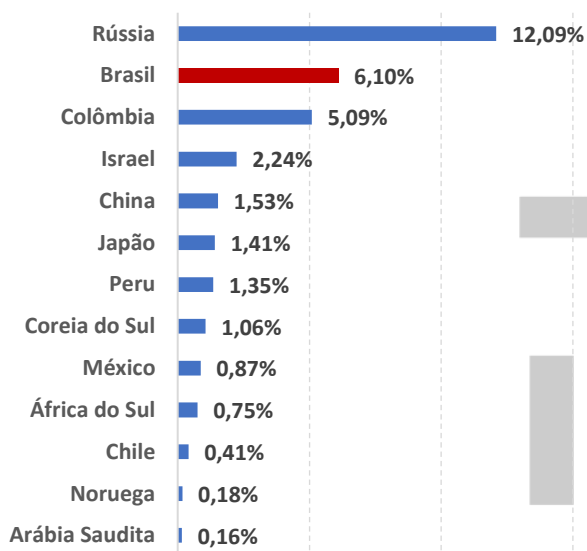


Nesta carta, teremos como foco principal apresentar e discutir os recentes movimentos sobre a taxa de câmbio e seus efeitos em nossa economia.

CÂMBIO

O ano começou bom para o mercado de câmbio brasileiro. O Real (BRL) registrou uma valorização de 6,10% frente ao dólar norte-americano. A segunda maior apreciação entre as economias do emergentes, conforme gráfico 1. Perdemos apenas para o rublo russo, economia com forte saldo positivo na balança comercial, exportando petróleo (diesel e gasolina) e fertilizantes para o mundo.

Gráfico 1 – Valorização das moedas locais em relação ao dólar (US\$), em janeiro



Fonte: Bloomberg.
Elaboração: Rubik Capital.

Mesmo com a crescente ameaça e possibilidade de guerra comercial dos EUA com o México, Canada, EU e China se intensificando, o câmbio apresentou um excelente resultado. Em ambiente de aumento de tarifas internacionais, a inflação tende a subir e o dólar sofrer uma forte valorização mundial. Por isso, precisamos acompanhar os próximos movimento de Trump e seus principais parceiros comerciais. É um risco para o mercado de divisas. De qualquer forma, em termos gráficos nossa taxa de câmbio pode testar um novo patamar em fevereiro, convergindo a sua tendência e próximo de R\$ 5,70.

Temos dois fatores que podem ajudar na consolidação desse cenário.

Primeiro, nossa taxa de juros Selic está em 13,25% e a Fed Fund rate (dos EUA) em 4,33%. O diferencial de juros em cerca de 8,92% gera uma oportunidade de ganho de curto prazo para estrangeiro, aplicando em títulos brasileiros com remuneração Selic. Temos, portanto, um fluxo positivo de entrada de recursos estrangeiro em nossa economia, para posicionamento em carteira de renda fixa.

Segundo, com o Ibovespa bem depreciado, há uma oportunidade do investidor estrangeiro comprar as empresas listadas na B3 e ganhar com a valorização da ação e do BRL, ao mesmo tempo. Neste sentido, observamos uma entrada de cerca de 6,6 bilhões de reais no mês de janeiro.

À medida que os EUA anunciaram novos acordos com o México e Canadá e a intenção de negociar com os seus principais parceiros comerciais, a taxa de câmbio tende a cair. Estamos observando um fluxo positivo de entrada de recursos externos em nossa economia e com efeito compra de Real. Entendemos que no mês de fevereiro, a taxa de câmbio pode continuar se valorizando (caindo) até testar se possível o patamar de R\$ 5,70 e operar mais próximo de sua tendência de 6 meses.

O gráfico 2 destaca como em novembro e dezembro o câmbio observado operou com *overshooting*, ou seja, acima de seu ponto de equilíbrio. Realmente, o pessimismo generalizado impulsionou para uma fortíssima depreciação cambial e acima de seu ponto de equilíbrio.

Para uma dinâmica mais benigna da taxa de inflação, é fundamental observamos neste ano de 2025 um câmbio menos pressionado para cima. Com a inflação de serviços mais persistente, a supersafra agrícola de 2024/25 alinhada com um câmbio mais valorizado podem ajudar no combate à inflação dos alimentos e garantir gradualmente a convergência da inflação observada à meta de 3,0%.

Gráfico 2 -Movimento da taxa de câmbio nominal (R\$/US\$), Brasil: jan/24 a jan/25.



Fonte: Banco Central do Brasil.
Elaboração: Rubik Capital.

PORTFOLIO DE INVESTIMENTO

No mês de janeiro observamos descompressão importante nos prêmios de risco dos ativos locais, em especial na moeda, conforme destacado anteriormente. Caso haja continuidade deste movimento ao longo do ano, há tendência de apreciação nos demais ativos brasileiros. Isto marcaria um curto ciclo de valorização como usualmente observado em países emergentes, em especial de Brasil, onde:

I - Começando em um quadro de forte deterioração das variáveis macroeconômicas, o preço dos ativos passa a projetar cenário extremo de estresse, normalmente com o câmbio sofrendo em função do aumento do risco e piorando as expectativas para o nível de preços. Quadro observado no Brasil no final do ano passado.

II – A piora nas expectativas de inflação leva a aumento relevante na curva de juros. Caso o país apresente conta aberta de capital e certa estabilidade institucional, tende a atrair capital especulativo de curto prazo, com estrangeiros remunerando seu capital nas taxas de juros de curto prazo.

III – A entrada de capitais de curto prazo causa apreciação da moeda local, o que gera a acomodação dos níveis de preços, se acompanhado por algum esfriamento da

atividade econômica local. Com a redução da aceleração da inflação, ocorre ancoragem gradual das expectativas.

IV – Com a ancoragem das expectativas, tende-se a observar correção dos níveis de juros futuros precificados anteriormente. Vide crise de 2016 e, se confirmado o ciclo, o pior momento de dezembro de 2024 onde o mercado chegou a precificar Selic terminal de quase 17%. A correção dos níveis de juros ocorre primeiro com a redução da inflação implícita e, na sequência, com a redução do juro real exigido para financiamento da dívida pública, ambos nos títulos de médio e longo prazo.

V – A redução das taxas de juros futuras diminui o prêmio de risco e a despesa financeira das empresas, gerando valorização na bolsa.

Este seria o retrato de um ciclo usual e claramente delimitado, naturalmente, no cotidiano do mercado não é feita a distinção entre as fases que muitas vezes se sobrepõem e não ocorrem linearmente. Todavia, servem para os fins aqui propostos de entendimento do ciclo de apreciação.

Neste momento, entendemos que o mercado local pode estar entre a fase 2 e 3, momento em que a entrada de capitais para financiamento da dívida de curto prazo, causa apreciação da moeda. Para que o ciclo virtuoso seja mantido e

prossigamos para a próxima etapa de valorização dos títulos públicos, é necessário que o governo mantenha parcimônia fiscal de modo a recuperar a credibilidade para financiamento de médio e longo prazo. Isso pode ocorrer com a recuperação de credibilidade da condução das contas públicas ou por meio da expectativa de mudança política.

De todo modo, aproveitamos do forte movimento cambial em nossos portfólios e acompanhamos a possibilidade de reduzir este risco caso a tendência se reverta, visando alocação em outros ativos que apresentam relação de risco-retorno mais atraente. Adicionalmente, apesar de enxergarmos as ações locais em patamares de preços oportunos, nos veículos que possuem exposição direcional em câmbio e juros brasileiros, estudamos posição vendida com a finalidade de balancear o portfólio em casos de novos estresses políticos ou em caso de desaceleração mais acentuada da atividade econômica local.

Nos portfólios de renda variável reduzimos parcialmente a exposição adicional dos fundos e aproveitamos do movimento ao longo do mês para aumentar a exposição no setor financeiro e no setor de distribuição de combustíveis. Adicionalmente, mantemos como núcleo da carteira a exposição em commodities e utilities, essencialmente em empresas com grande geração de caixa, baixa ou nenhuma alavancagem e grandes barreiras à entrada.

Além disso, mantemos visão cautelosa com os ativos de países desenvolvidos, em especial dos EUA, devido ao nível de valuation relativo e da possibilidade de deterioração econômica com o uso de tarifas de Donald Trump. Neste âmbito, se aplicadas, as tarifas podem ter duplo efeito detrator no valor dos ativos, ao prejudicar a atividade econômica e ao limitar o corte de juros por parte do FED em função da reaceleração da inflação. Por consequência, mantemos posicionamento cauteloso com vendas setoriais nos ativos americanos, mas resguardamos gestão ativa deste posicionamento para que não haja detração do restante do portfólio em função da proteção.