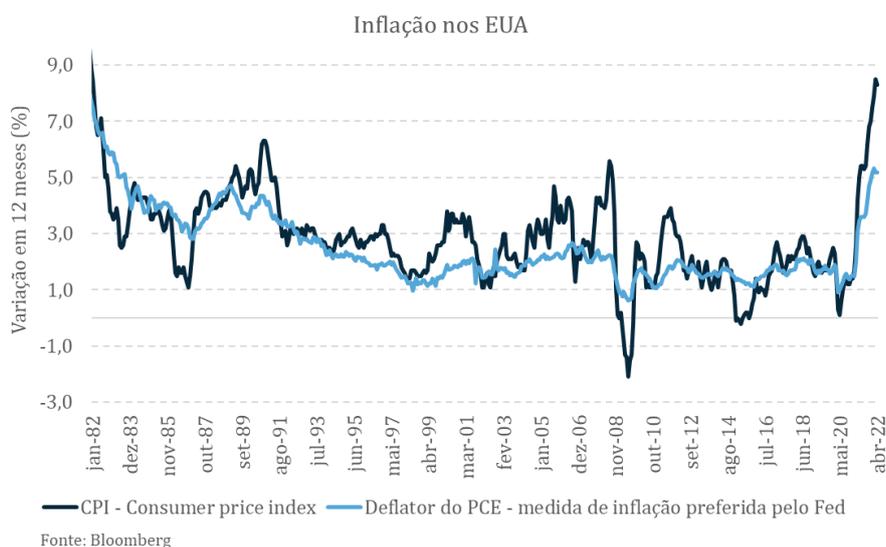


CARTA AOS INVESTIDORES

Tsunami lá e marola aqui?

*"[...] o ambiente monetário – a tendência das taxas de juros e política do Federal reserve – são o fator determinante da direção principal do mercado de ações."
Martin Zweig¹*

Desde o início da década de 1980, o Fed – banco central norte americano – e as demais autoridades monetárias mundiais não tinham que lidar com um processo inflacionário tão agudo. A combinação de seguidos choques de oferta – lockdowns por conta da pandemia, desorganização nas cadeias produtivas, queda de investimentos em energia e, mais recentemente, a guerra na Ucrânia – e da forte recuperação da demanda vinda de estímulos fiscais e monetários trouxe a inflação nos EUA para o incrível patamar de 8% em 12 meses, de acordo com o CPI.



Nesta carta, argumentamos que não há muito como o Fed desacelerar a inflação sem causar uma queda adicional importante nos mercados globais. Mais do que isso, assim como a manutenção dos preços dos ativos em patamares elevados ajudou a combater a desinflação – o “canal de portfólio” – o reverso será verdadeiro: o Fed precisará da queda nos ativos para derrubar a inflação. Analisaremos também os ativos brasileiros nesse contexto desafiador, defendendo que, apesar de tudo, as perspectivas de longo prazo para o país são mais favoráveis.

¹ “[...] the monetary climate - primarily the trend in interest rates and Federal Reserve policy - is the dominant factor in determining the stock market's major direction.”, https://www.brainyquote.com/quotes/martin_zweig_763400, acesso em 26/05/2022.

O Fed vai causar uma recessão?

Desde a virada do ano, as comunicações do Fed têm sido claras no objetivo de trazer a inflação de volta para as metas. O Fed tem um mandato dual: [“preservar a estabilidade de preços e garantir o nível sustentável máximo de empregos”](#). Neste momento, o mercado de trabalho nos EUA está extremamente aquecido, indicando que não há perda no objetivo de máximo emprego. Adicionalmente, a inflação nos patamares atuais está muito acima do objetivo de 2%a.a. Ou seja, só há uma preocupação atualmente para o Fed presidido por Jerome Powell – que ele expôs em uma entrevista recente em 5 palavras: *“get inflation back under control”* – **controlar novamente a inflação**².

De forma um pouco contraintuitiva, a administração de Joe Biden parece estar alinhada ao objetivo do Fed. Normalmente, os políticos querem juros mais baixos para estimular o crescimento, mas as taxas de inflação têm se tornado um problema político tão relevante que os próprios políticos estão deixando o Fed fazer o seu trabalho. Essa liberdade efetiva do Fed – que é teoricamente independente da administração – certamente facilita seu trabalho, mas ironicamente poderá causar problemas políticos futuros para o incumbente, dependendo da magnitude da desaceleração econômica. Em eventos passados, elevações de juros bem-sucedidas no sentido de derrubar a taxa de inflação foram ao menos em parte responsáveis pelas derrotas de Jimmy Carter e George H. W. Bush em suas campanhas para a reeleição.

Essa nova agenda de combate à inflação muda drasticamente a relação do Fed com os movimentos de preços dos ativos. No longo período pós crise financeira global, quando o problema do Fed foi a desinflação e a demanda fraca, quedas fortes nos preços de ativos rapidamente acionavam o modo de emergência no Fed – fenômeno que foi apelidado de *“Fed put”*, como explicamos em nossa [carta de janeiro – Um novo Fed?](#):

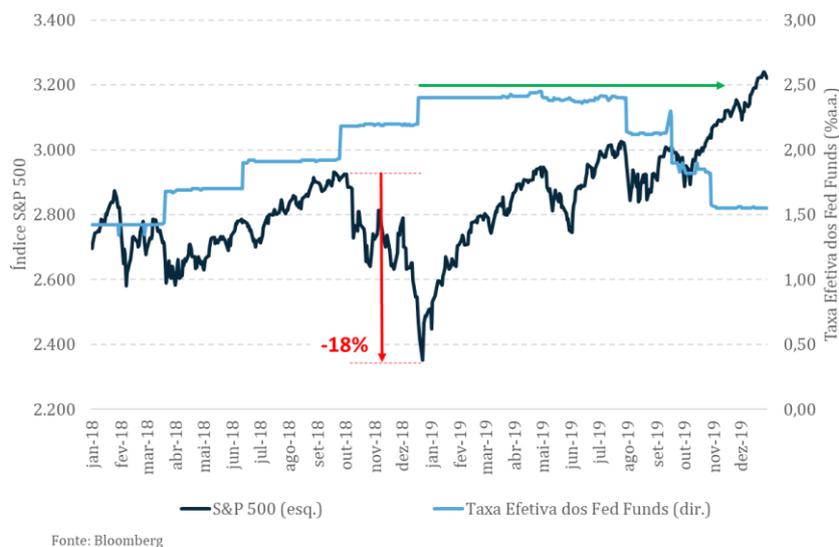
“[...] com a inflação bastante controlada, a política monetária do Fed foi um suporte importante para os preços dos ativos. Sempre que os mercados fraquejavam, indicando uma possível desaceleração da atividade econômica no futuro, o Fed modificava suas políticas e usava seu enorme poder de controle sobre as expectativas para evitar depreciações mais pronunciadas. O fenômeno recebeu a alcunha de *“Fed put”* – uma opção de venda dos compradores: se os mercados caíssem demais, o banco central atuaria para estabilizá-los ou até mesmo reverter as perdas.”

Agora, parece que estamos diante de um fenômeno perversamente simétrico. De um lado, quedas, ainda que fortes, no mercado não deveriam despertar no Fed a preocupação de a inflação ficar muito baixa, afinal ainda há um longo caminho para isso – seja em 1% ou próximo a zero. Adicionalmente, caso os preços dos ativos e os mercados se recuperem de forma relevante, o Fed deverá se sentir menos constrangido de apertar ainda mais o discurso e a política monetária – ou poderá até mesmo enxergar apertos adicionais como necessários. Em outras palavras, o mercado precisaria cair muito para o Fed reagir de forma mais acomodativa, e, se o mercado subir muito, o Fed pode até se contrapor às altas. Há décadas não temos essa assimetria negativa na função de reação do Fed ao comportamento dos mercados.

Ou seja, diferentemente do que vimos no passado recente, desta vez o aperto monetário do Fed será vigoroso e não seria facilmente revertido por um comportamento negativo dos mercados. Dificilmente, veremos o ocorrido em 2018/19, quando uma queda de 18% no índice S&P 500 e a ameaça de inversão na curva de juros americana³ levou a uma guinada completa de Powell, que elevava os juros até dezembro de 2018 e passou a cortá-los em 2019.

² <https://www.marketplace.org/2022/05/12/fed-chair-jerome-powell-controlling-inflation-will-include-some-pain/>, acesso em 26/05/2022

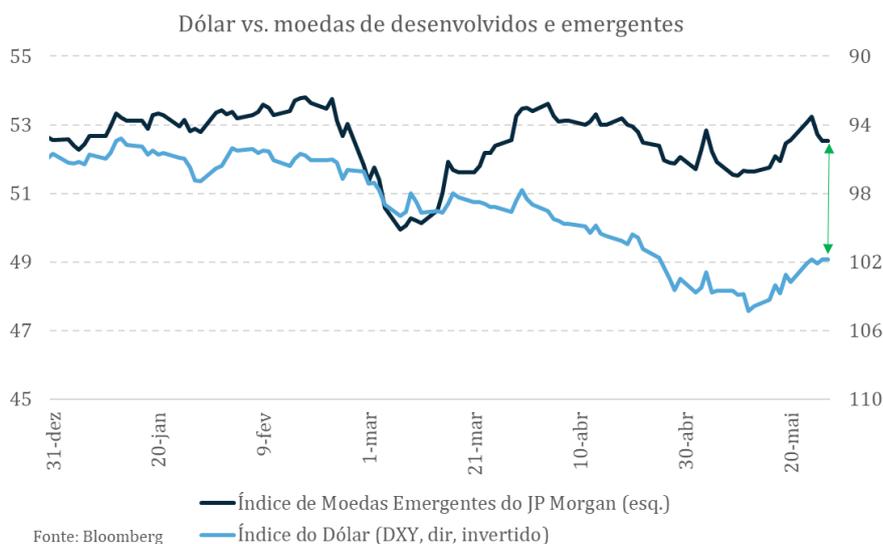
³ Taxa de juros das *treasuries* de 10 anos menos taxa de juros das *treasuries* de 2 anos



Essa configuração econômica nos leva a acreditar que um aperto monetário vigoroso do Fed poderia, sim, causar uma forte contração da economia americana, ou até mesmo uma recessão. É verdade que as famílias e empresas nos EUA estão em boa forma financeira, após os enormes estímulos fiscais e monetários de 2020 e 2021. No entanto, a determinação do Fed em reduzir a demanda para trazer a inflação novamente para o controle conflita com essa situação – talvez exatamente por isso a magnitude necessária de queda nos preços de ativos seja ainda maior – aumentando as chances de um “*overkill*”, ou seja, uma recessão produzida pelo Fed.

China, *commodities* e mercados emergentes

Apesar de um cenário desafiador para as bolsas globais neste ano e de uma importante apreciação do dólar contra outras moedas desenvolvidas, os mercados emergentes apresentaram uma certa resiliência. Normalmente movimentos de aversão ao risco são acompanhados de quedas mais intensas nos valores das moedas emergentes, mas, desta vez, os países desenvolvidos mostraram maior desvalorização em relação ao dólar.



Alguns fatores explicam essa divergência, mas o preço das *commodities*, pressionados pelos gargalos de oferta e pela eclosão da guerra na Europa são parte importante do cenário. As moedas de países mais próximos ao conflito também apresentaram desempenho pior. Isso tudo apesar da ressurgência do surto de covid na China, que forçou o país asiático a implantar fechamentos localizados, mas severos, em linha com sua política “covid zero”. Ocorre que, simultaneamente, as autoridades chinesas mudaram a postura da política econômica para um afrouxamento, tanto do lado monetário quanto do lado fiscal e administrativo. Dessa forma, a mudança de política parece ter compensado ao menos em parte as preocupações com a queda da demanda provocada pelos *lockdowns*.

É bem possível, no entanto, que o aperto monetário do Fed em algum momento afete de forma mais relevante a demanda por *commodities*, vindo a compensar parcialmente as restrições de oferta. No entanto, a relevância da Ucrânia e da Rússia na produção de diversas dessas mercadorias justifica a visão de que, ao menos nos mercados mais diretamente afetados, alguma pressão altista de preços permaneça, o que poderia manter essa divergência econômica entre países emergentes e desenvolvidos.

Ativos brasileiros em meio a uma realização global

Os ativos brasileiros passam por uma situação inusitada diante desses riscos para o cenário global. Ao longo de 2021, apesar do cenário favorável para ativos de risco, moedas emergentes e *commodities*, as constantes preocupações com o cenário fiscal e a forte alta na taxa de juros implementada pelo Banco Central para combater a elevação da inflação deixaram os ativos brasileiros sob forte pressão. Apenas ao final do ano, quando ficou claro que o país não caminhava para uma crise de dívida, [como temos defendido há muito tempo](#), houve um alívio importante para a moeda brasileira e em parte também para o Ibovespa.

Hoje, a visão de que a situação fiscal brasileira não é catastrófica é mais consensual entre os investidores. No entanto, o cenário internacional é bem mais desafiador, como argumentamos anteriormente. Será então que os ativos brasileiros poderiam suportar melhor uma correção nos mercados globais? É difícil dar uma resposta categórica para essa pergunta, mas algumas considerações nos levam a acreditar que sim, poderemos ver um pouco mais de resiliência nos ativos brasileiros.

No caso da moeda, o país voltou a ser um dos campeões mundiais em termos de juros nominais e mais ainda quando se desconta a taxa de inflação esperada.

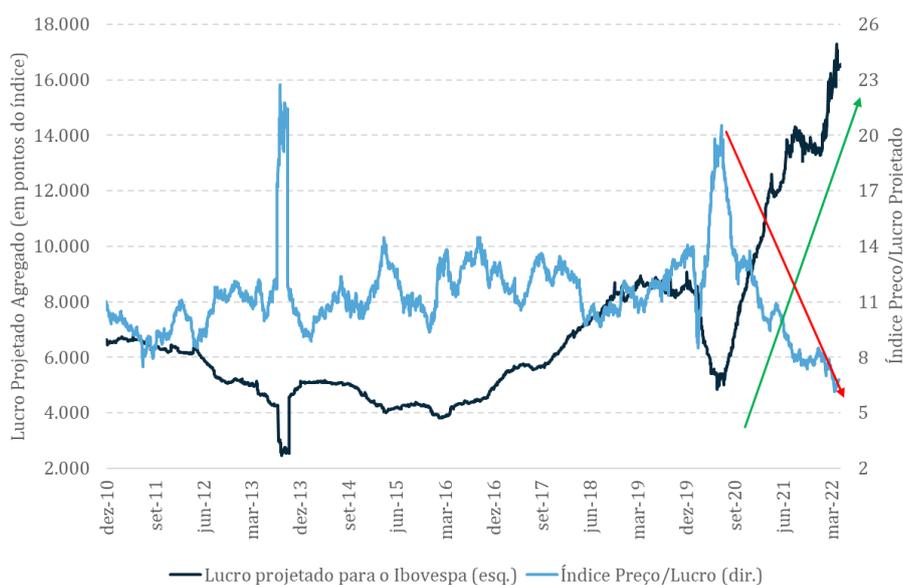
	Taxa de Juros Real Projetada* (%a.a.)
Brasil	5,7
México	2,5
África do Sul	0,2
China	-0,3
Nova Zelândia	-1,4
Japão	-1,5
Canadá	-1,8
Noruega	-1,8
Suíça	-2,1
Austrália	-2,3
EUA	-3,2
Suécia	-3,3
Reino Unido	-4,5
Alemanha	-5,0
Turquia	-14,4

* Taxa nominal de 1 ano vs. projeção inflação interpolada

Fonte: Bloomberg

Evidentemente, um nível de taxas de juros mais alto não é garantia de proteção contra crises, mas certamente há alguma defesa pelo lado do alto carregamento (“carry”) dos títulos brasileiros por investidores globais. Assim, continuamos achando que a moeda brasileira deverá seguir em um processo de recuperação que pode levar o dólar ao patamar dos R\$4 novamente, especialmente quando consideramos horizontes mais longos.

De forma parecida, o mercado de ações parece apresentar boas perspectivas de valorização no longo prazo. Os resultados das empresas do Ibovespa têm sido bastante fortes, ajudados em grande parte pelos elevados preços de *commodities*. É verdade que esses lucros devem cair para patamares mais normalizados caso haja uma desaceleração global ou mesmo alguma normalização da oferta dessas mercadorias. Ainda que haja essa desaceleração, os múltiplos do mercado brasileiro ainda permanecerão em patamares historicamente reduzidos, indicando a possibilidade de uma importante reprecificação.



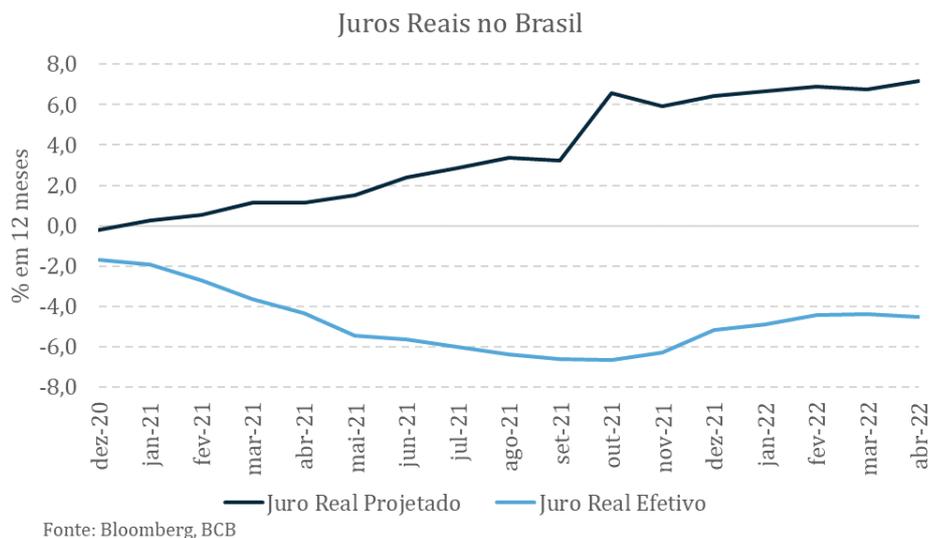
Fonte: Bloomberg, "blended forward" EPS e P/E

O mercado de renda fixa talvez se apresente na situação mais desafiadora no curto prazo. Por um lado, as taxas de inflação continuam surpreendendo para cima, provocando seguidas revisões por parte dos analistas no que se refere ao tempo que será necessário para retornarem para ao menos próximo das metas fixadas pelo CMN. Atualmente, nossa economista estima que o IPCA feche 2022 com variação de 9% a depender das medidas de redução de impostos sobre energia e combustíveis atualmente em discussão. Além disso, num cenário externo mais volátil, a curva de juros brasileira pode também ficar pressionada, em especial em momentos mais agudos de valorização do dólar.

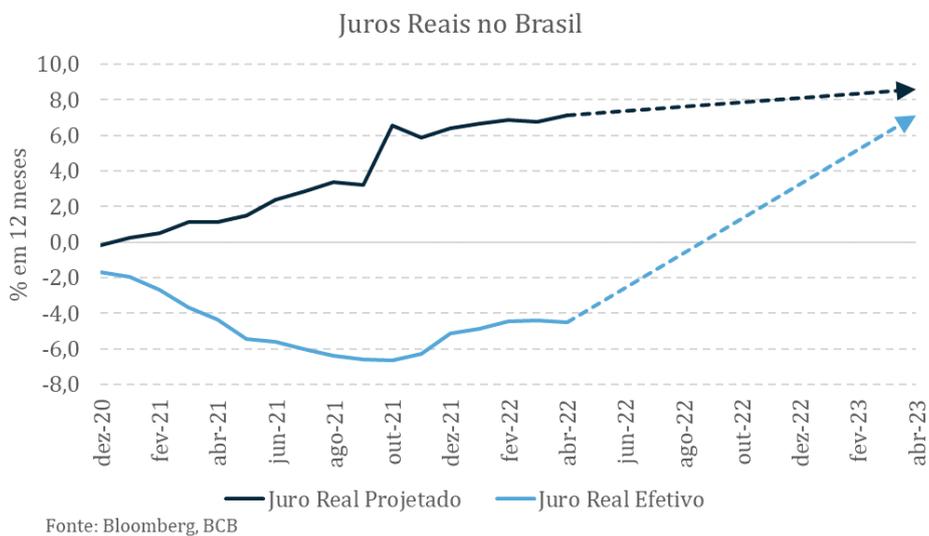
Se tomarmos uma perspectiva de mais longo prazo, parece claro que há uma oportunidade interessante especialmente no mercado de juros pré-fixados. Em primeiro lugar, a própria atuação do Fed deverá em algum momento começar a mostrar seus efeitos. Os juros de 10 anos nos EUA já se elevaram do patamar e 1,25%a.a. para quase 3%a.a. desde meados de 2021, e 2022 será um ano de forte contração fiscal para a economia americana. Temos convicção de que essas forças trarão a inflação americana para níveis mais baixos. E por conta do impacto financeiro que esperamos dessa contração das condições financeiras, deverá também haver um efeito importante sobre os preços de *commodities* e sobre a inflação global.

Vale também lembrar que o aperto monetário de mais de 11 pontos percentuais na taxa Selic mal começou a ser sentido. É verdade que as taxas de juros prospectivas da economia – os juros esperados para 1 ano descontados da inflação projetada pelo Focus – já vêm se elevando há bastante tempo. No entanto, cabe destacar que “olhando para

trás” essa contração monetária ainda não se fez sentir, principalmente por conta das constantes surpresas inflacionárias⁴.



Dessa forma, apesar de as taxas prospectivas afetarem a atividade econômica, elas ainda não se fizeram sentir de forma efetiva na economia, o que poderia estar atrasando a reação da atividade e da inflação à política monetária. No entanto, ao projetarmos essas duas taxas⁵, vemos que haverá uma rápida convergência nos próximos meses, com os juros reais se elevando em cerca de 11 pontos percentuais. Isso poderá acelerar a propagação dos efeitos da política monetária, gerando uma surpreendente contração da atividade econômica.



⁴ Juro real projetado: taxa de juros de 1 ano descontada da projeção mediana suavizada do Focus para 12 meses; Juro real efetivo: taxa do CDI acumulada em 12 meses deflacionada pelo IPCA acumulado em 12 meses.

⁵ Projeção do juro ex-ante: taxa a termo entre 1 e 2 anos deflacionada pela mediana do IPCA do Focus interpolada entre 2023 e 2024; Projeção do juro ex-post: taxa de juros de 1 ano descontada da projeção mediana suavizada do Focus para 12 meses (juro ex-ante atual).

Por fim, vale a pena um exercício a respeito do próprio nível da curva de juros. Como podemos ver pelo gráfico anterior, se a taxa Selic permanecer por muito tempo próxima ao patamar de 12%a.a., como implícito nas taxas e a inflação recuar para o patamar estimado segundo o Focus, estaremos com uma taxa de juros **real** na casa de 9%a.a. em meados de 2023. Se as taxas de inflação forem 2 pontos percentuais acima do que projetam os analistas, ainda assim a taxa de juros real estará na casa de 7%a.a., a máxima recente. Por esses motivos, apesar de um cenário ainda muito desafiador para a inflação no curto prazo, acreditamos que há um grande potencial de valorização dos ativos pré-fixados mais longos quando vislumbramos horizontes de investimento mais extensos.

Para concluir, é possível que passemos por um novo “tsunami” financeiro global, desta vez causado pelo próprio aperto de política monetária que vem sendo implementado pelo Fed. É bem possível que, em prazos curtos, os ativos brasileiros também sejam negativamente afetados. No entanto, os preços no Brasil já vêm tão descontados há tempos que, no longo prazo, a turbulência poderá ser sentida aqui como uma marola, mais contida e passageira.

Equipe Persevera.

Disclaimer: As informações contidas nesta carta têm objetivo exclusivamente informativo e não constituem recomendação de investimento nem tampouco oferta de venda de quaisquer valores mobiliários. Esta carta e as informações nela contidas são estritamente confidenciais, para uso exclusivo de quem as recebeu, e não poderão ser divulgadas ou distribuídas a terceiros, total ou parcialmente, sem a prévia autorização por escrito da Persevera. Qualquer oferta ou solicitação para oferta de quaisquer valores mobiliários somente será realizada em observância à regulamentação aplicável. Ao receber esta carta, o receptor concorda em não divulgar ou disponibilizar cópias desta carta, tampouco qualquer informação aqui contida. Esta carta e as informações aqui contidas não devem ser levadas em consideração como aconselhamento financeiro, jurídico, contábil, tributário ou como recomendação de investimento. Os receptores desta carta poderão entrar em contato com a Persevera a fim de sanar quaisquer dúvidas, procedimentos e metodologias aqui descritas. Embora os autores desta carta tenham tomado todas as precauções para assegurar que as informações aqui contidas sejam verdadeiras, eles não se responsabilizam pela exatidão, veracidade ou abrangência de tais informações, tendo em vista que as informações aqui descritas podem mudar a qualquer momento, inclusive, por razões alheias a vontade da Persevera.

