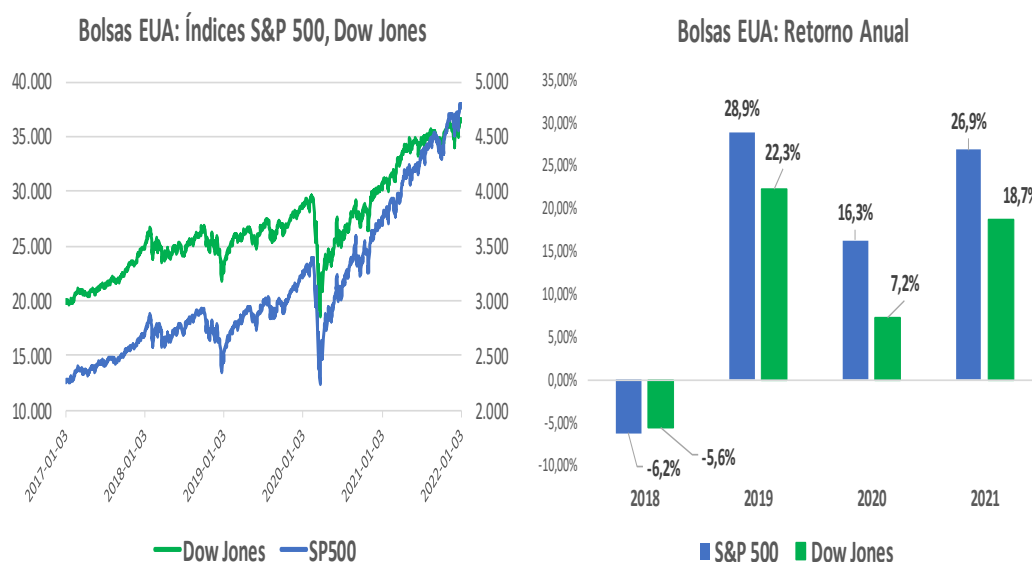


GLOBAL: CRESCIMENTO X CORREÇÃO

Iniciamos 2022 com a mudança da política monetária nos Estados Unidos para o terreno restritivo, após anos de liquidez farta, que permitiram recordes sucessivos nos índices acionários. De fato, as bolsas fecharam o terceiro ano consecutivo de ganhos expressivos de dois dígitos em 2021, com altas do S&P 500 e do Dow Jones de 26,8% e 18,7%, respectivamente, após terem registrado ganhos de 16,2% e 7,2% em 2020!



Fonte: Bloomberg Elaboração: JF Trust

Essa sucessão de recordes nas bolsas norte-americanas reflete um movimento em que *traders* e investidores institucionais correm riscos maiores e aceitam maior volatilidade futura, inclusive com influenciadores relevantes comprando também criptomoedas e o surgimento de fundos de bitcoins. De acordo com dados da *CboE Global Markets*, o volume negociado de opções em 2021 superou a atividade de negociação de ações pela primeira vez, com o valor médio diário de opções de ações negociado de US\$ 467 bilhões contra US\$ 410 bilhões de ações.

A forte especulação dos últimos anos deixou os investidores questionando se os mercados estavam em uma bolha gigante, embora, avaliamos que isso “estivesse controlado” com taxas de juros próximas de zero, inflação reduzida e expansão dos ativos pelos Bancos Centrais, que acabaram dando suporte aos mercados acionários.

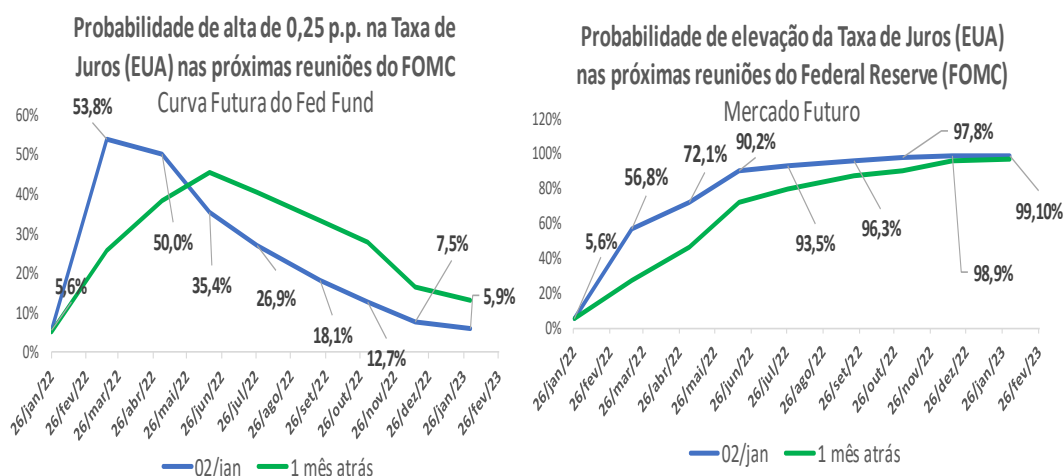
Entretanto, o panorama internacional mudou radicalmente nos últimos meses, com uma inflação alta e persistente em relação ao período de 2008-2020, atingindo taxas mais elevadas das últimas quatro décadas. Com a esperada aceleração do *tapering*, via redução da compra de títulos pelo Federal Reserve e a elevação da taxa de juros do fed

fund, os investidores deverão estar menos dispostos a correr riscos do que nos últimos anos, reduzindo a probabilidade de ganhos altos pelo S&P 500 em 2022, muito pelo contrário, mantendo aceso o risco de correção para baixo do mercado acionário.

Tentando mensurar o risco potencial de correção do mercado acionário, construímos um indicador de liquidez para medir o diferencial entre a taxa de crescimento da oferta monetária (M2) e a taxa de crescimento da economia. O padrão após a crise de 2008 apontaria que quedas desse indicador, para uma faixa de zero e negativa, aumentaria em princípio a probabilidade de correção das Bolsas, como ocorrido em 2010 e em 2018.

A despeito dos índices acionários dos EUA terem subido durante as frequentes leituras desse indicador na década de 1990, o padrão desde a crise financeira global de 2008 demanda cautela ! Para citar uma evidência empírica, esse índice recuou abaixo de zero em 2010, no período em que o índice S&P 500 sofreu uma correção de 16%. Uma queda semelhante em 2018 pressagiu também outro ciclo de venda.

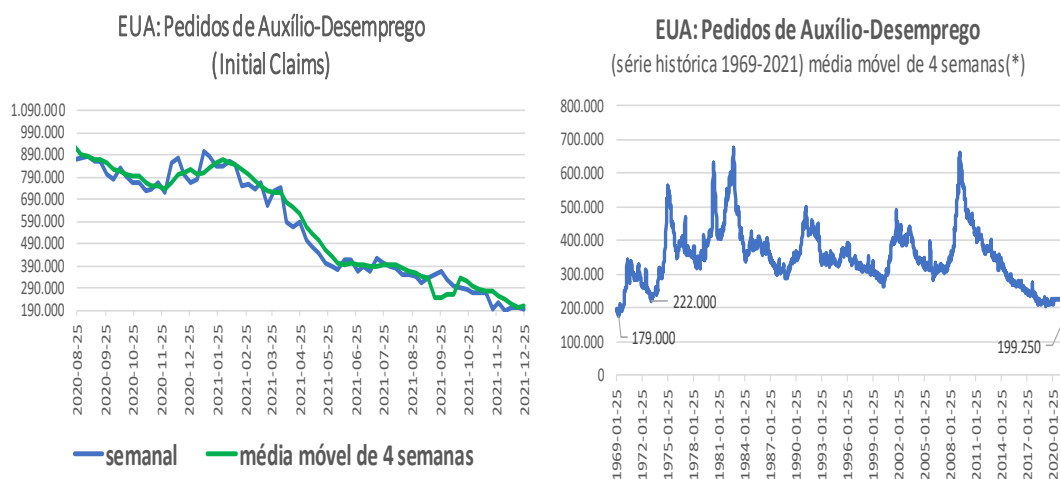
Em janeiro, avaliamos que as atenções também estarão voltadas para a crise geopolítica entre Ucrânia, Otan e Rússia, cujo desfecho negativo ou indefinição persistente tende a exacerbar o contexto de aversão ao risco no mercado de renda variável e manter o dólar mais pressionado e também no Brasil superior a nossa previsão de suporte de R\$ 5,57/US\$, às vésperas da elevação da taxa de juros nos Estados Unidos, com maior probabilidade ainda no segundo trimestre.



Nos últimos meses, ocorreu uma mudança relevante nas curvas dos mercados, quando apontavam o início da alta dos juros nos EUA no segundo semestre, mas com o presença persistente de dados ruins de preços e revisão para cima da inflação pelo Federal Reserve, a probabilidade da primeira alta de 0,25 p.p do fed fund já seria superior

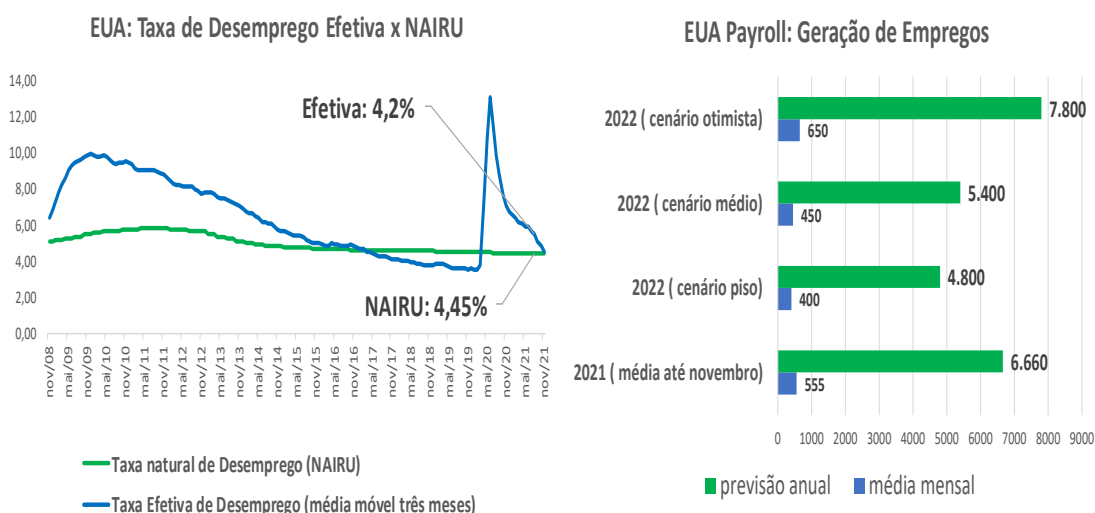
à 50% na decisão do FOMC de março, sendo que a partir da reunião de junho, a probabilidade de alta igual ou superior à 0,25 p.p. seria superior à 70% e mais de 90% para todas os encontros a partir de junho. Mantemos o cenário base de elevação mínima de duas altas de juros do fed fund para a faixa de 0,50%-0,75% em 2022, mas ressaltando que o mercado futuro precifica até quatro altas de 0,25 p.p.

Não há como negar o aquecimento rápido do mercado de trabalho norte-americano e potencialmente inflacionário. Em 2021, foram gerados um número recorde de empregos e o indicador de demissões atingiu o valor mais baixo dos últimos 50 anos. De fato, o volume semanal de auxílio-desemprego mantém uma tendência de queda consistente aos moldes de cinco décadas atrás nas últimas semanas, típicas de um movimento de pleno-emprego. Os pedidos recuaram para níveis de 198 mil na penúltima semana de dezembro, fazendo com que a média móvel de 4 semanas atingisse o menor nível desde outubro de 1969.



(*) para efeito visual do gráfico, foi excluído o aumento do seguro-desemprego entre março de 2020 e abril de 2021. Para esse período, foi mantida a média de 225 mil pedidos, do período pré-pandemia.

No segmento dos serviços dos EUA em particular, a incerteza com a aceleração da variante Ômicron já estaria reduzindo o ímpeto de empregabilidade nas últimas semanas de 2021, mas os dados ainda são reduzidos. Em 2021, a média de geração de empregos foi de 555 mil /mês (6,1 milhões de janeiro à novembro) e para 2022, os piores cenários consideram uma desaceleração para 400 a 450 mil /mês. Por outro lado, os cenários otimistas consideram a geração média de 650 mil empregos. Seriam números estimados ainda expressivos de criação de emprego, entre 5 e 8 milhões.



As previsões ainda são de recuos adicionais da taxa de desemprego dos EUA, para uma faixa de 3,6% a 3,8% no quarto trimestre de 2022, ressaltando que a atual taxa de 4,2% já estaria no nível da taxa natural. Nesse sentido, uma taxa inferior à 4%, seria efetivamente inflacionária. Trabalha-se com o cenário que o impacto da Ômicron sobre a atividade econômica será moderado. Outra pressão sobre a inflação é a limitação da oferta de trabalho, cuja força estaria 2,5 milhões a menos que antes da pandemia e isso vem puxando a alta dos salários, bônus e demais benefícios. Para citar um exemplo, em outubro, teria ocorrido um excedente de vagas de 3,6 milhões que não foram ocupadas.

O balanço de riscos da economia brasileira segue negativo na margem em nossa avaliação, com uma melhoria marginal no tocante à inflação, corresponde à estabilização da mediana das expectativas de inflação do IPCA de 2022 em 5,03%. Por outro lado, a mediana do IPCA para 2023 voltou a aumentar, para uma faixa de 3,4%. Avaliamos que isso não corrobora nenhuma desaceleração do ritmo de alta da Selic de 1,5 p.p., ou seja, mantemos a avaliação que o Bacen deverá elevar a taxa básica de juros em fevereiro de 9,25% para 10,75% na decisão de política monetária de fevereiro.

Será crucial que as expectativas de inflação para 2023 esteja estabilizada até o final de março, para que o Bacen não seja obrigado a elevar a Selic acima de 12% a.a.. Nosso cenário referencial é de elevação mínima da taxa básica de juros para 12,25% com inflação estimada de 5,94% para 2022.

O dólar não teve uma mudança relevante em dezembro, com taxa superior à R\$ 5,60/US\$ e o prêmio de risco, detectado pelo CDS Brasil de cinco anos ficou praticamente estável (0,01%) em 201 pontos em dezembro, mas 142% acima do nível de dezembro de 2020. Avaliamos que a manutenção desse patamar do dólar, entre R\$ 5,65 – R\$ 5,70/US\$ no curtíssimo prazo ainda repercutirá, mesmo que marginalmente, nas previsões de inflação de curto prazo.

Não se esperam novidades robustas da inflação nas próximas semanas, ratificando a devolução de alguns preços como combustíveis e passagem aérea para um IPCA moderado em janeiro. O Legislativo em recesso e sem perspectiva de nenhuma ação de privatização ou das Reformas Administrativa e Tributária, pelo menos até o final do carnaval, a curva de juros terá maior influência do cenário internacional, com a evolução dos yields e do dólar, mas também do câmbio doméstico.

Reestimamos taxa real de crescimento do PIB de 4,58% em 2021 (limite inferior de 4,37%) e de apenas 0,22% em 2022, enquanto as medianas esperadas pelo mercado, na última semana de dezembro estavam em 4,50% e 0,36%, respectivamente.

O Fundo Equador teve desempenho positivo em dezembro de 3%, correspondente à 393,4% do CDI. Na decomposição da rentabilidade, o segmento de renda fixa contribuiu com 1,84 p.p., explicando 61,3% da alta do fundo e o nosso portfólio de ações com 1,16 p.p., ou seja, 38,7% do total.