

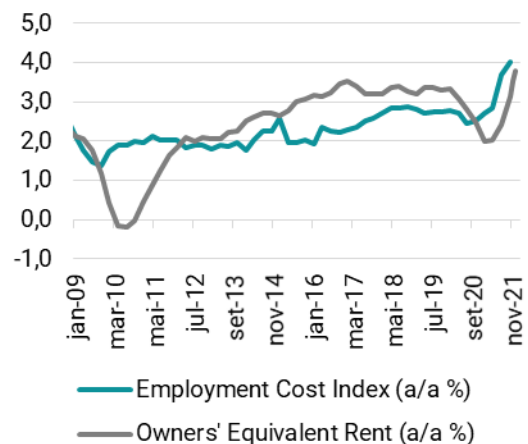
COMENTÁRIO MENSAL: JANEIRO/2022

REMÉDIOS AMARGOS

A expectativa para a trajetória dos juros nos Estados Unidos sofreu um deslocamento considerável desde o início do ano. Até dezembro, o mercado esperava um aperto mais lento – algo como três altas de 25 pontos-base na taxa básica. Agora, as expectativas estão mais próximas de algo como cinco altas ao longo de 2022, começando já em março.

O realinhamento das expectativas se deu por conta da persistência da inflação e pelo discurso mais duro por parte dos membros do *Federal Reserve*. Se antes a alta dos índices de preço parecia ser fruto apenas de questões pontuais na cadeia de suprimentos, as evidências agora apontam para uma pressão mais disseminada. **Alguns componentes da alta de preços de caráter mais persistente, como salários e alugueis, estão acelerando para os patamares mais altos em mais de uma década.**

Juros mais altos devem trazer alguma desaceleração econômica à frente – é através desse mecanismo, afinal, que se espera trazer a inflação para patamares mais baixos. **A incerteza a respeito de onde se encerrará esse ciclo de aperto monetário pode provocar um ambiente de maior volatilidade nos mercados.**



Variação anual de proxies para dois componentes importantes da inflação: salários e alugueis (fonte: FRED).

Datas	Taxa Inicial	Taxa Final	S&P 500
1971-1974	3,75%	13,00%	-7,52%
1676-1981	5,50%	20,00%	68,38%
1983-1984	9,50%	11,50%	8,05%
1985-1988	6,00%	9,75%	52,42%
1994-1995	3,25%	6,00%	4,45%
1999-2000	5,00%	6,50%	10,48%
2004-2006	1,25%	5,25%	17,74%
2015-2018	0,00%	2,50%	28,37%

Desempenho médio da bolsa americana durante ciclos anteriores de alta de juros (fonte: FRED).

Já estamos vendo parte desses efeitos neste ano. A taxa de juros de dez anos negocia cerca de 30 pontos acima do fechamento do ano passado. Além disso, empresas de alto crescimento, negociadas a múltiplos mais elevados, sofreram uma correção bastante significativa.

É possível que os episódios que



observamos nos mercados em janeiro sejam apenas uma pequena correção, e não o prenúncio de um período secular de baixa. **O mercado americano tem, historicamente, um track record bastante interessante durante ciclos de alta de juros.** O desempenho médio nos últimos oito ciclos foi de uma alta de 23% - sendo apenas um deles de baixa.

VULNERÁVEIS, MAS NEM TANTO

Períodos de aperto monetário nos Estados Unidos costumam ser particularmente deletérios para mercados emergentes. **Os ativos brasileiros, no entanto, vêm apresentando um desempenho surpreendente em janeiro.** Em dólares, subimos cerca de 18% neste ano – contra perdas de 6% na bolsa americana e retornos estáveis para o complexo emergente.

Podemos supor alguns motivos para tanto: **(i)** a bolsa brasileira é composta majoritariamente por ativos de múltiplo mais baixo, que contam com a preferência dos investidores em ciclos de alta de juros; e **(ii)** os preços favoráveis para commodities beneficiam nossas empresas exportadoras. O motivo que nos parece mais plausível, no entanto, é o nível dos preços. **Após um 2021 muito ruim, os ativos brasileiros estavam baratos por qualquer métrica sob a qual fossem avaliados – que o digam os mais de 30 bilhões de reais depositados pelos estrangeiros na bolsa desde janeiro.**

PERSPECTIVAS

Acreditamos que os próximos meses deverão ser mais favoráveis para o *stockpicking*. Com a elevação da volatilidade e do custo de capital, o ato de investir deverá ter tolerância mais baixa para erros e convidar uma maior seletividade.

Estamos cautelosos nos mercados internacionais. Aguardamos por preços de entrada mais atraentes para montar posições estruturais, tanto em ações como em renda fixa. Os preços de algumas empresas nos Estados Unidos, particularmente no setor de tecnologia, começaram a chamar nossa atenção.

No Brasil, os juros altos estão convidativos para estratégias táticas e de carry. Estamos confortáveis em carregar uma posição modesta em ações brasileiras, além de algumas posições táticas, aguardando maior clareza a respeito do ciclo de juros local. Aqui também a inflação tem se provado mais persistente do que o esperado, o que pode prolongar por alguns meses os juros mais altos. Quando o ciclo virar, a depender de alguns outros fatores, poderemos ter uma janela bastante positiva para os ativos brasileiros.

