

COMENTÁRIO MENSAL: JUNHO/2022

REFLEXIVIDADE

O tradicional portfólio 60-40 – alocar 60% de um portfólio diversificado em ações, e os 40% restantes em títulos de dívida – é um sucesso há décadas. Sua lógica é simples: a exposição a ações confere a apreciação natural do capital ao longo da maior parte do tempo. A exposição à dívida garante alguma renda e protege o portfólio. Quando a inevitável crise econômica ocorre, os estímulos monetários do Banco Central reduzem o custo de financiamento da dívida, e a apreciação dos títulos de dívida mitiga a depreciação das ações.

O problema é quando a desaceleração econômica acontece em meio a dificuldades para que o Banco Central disponha de suas ferramentas tradicionais de estímulo monetário. É o que estamos vendo neste momento nos Estados Unidos (e muitos outros países ao redor do mundo): a desaceleração econômica ocorre simultaneamente à uma inflação bastante alta para padrões americanos, o que acaba restringindo o espaço de manobra do Banco Central.

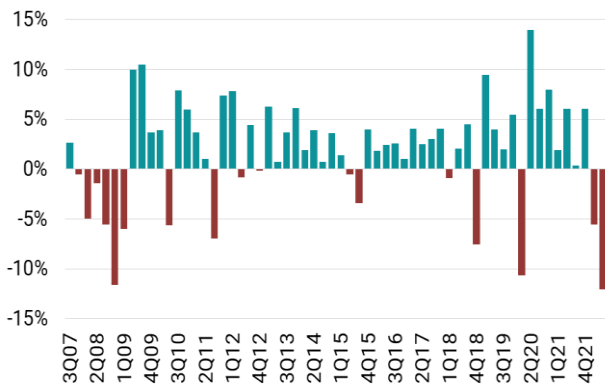


Fig.1: Desempenho trimestral do portfólio 60/40.
(Fonte: Bloomberg, EOS).

O portfólio 60-40 teve, no 2º trimestre de 2022, seu pior resultado trimestral em mais de dez anos. Como foi seguido por outro desempenho ruim no 1º trimestre, tivemos, em termos nominais, a maior destruição de valor da história dos mercados até agora.

Em seu livro “Alquimia das Finanças”, George Soros discorre sobre os impactos dos mercados financeiros na economia real. O ajuste negativo dos preços em ativos financeiros dificulta o

financiamento das empresas, o que se traduz em menos atividade, investimentos e emprego. Os dados mais fracos, por sua vez, aumentam o pessimismo dos mercados, gerando um **feedback loop negativo** que perdura até que o sistema encontre um novo equilíbrio.



AJUSTES

Os juros mais altos tipicamente elevam o retorno exigido para se investir em ativos de risco, deprimindo os preços a mercado. Esse movimento já vem acontecendo, conforme a tabela a seguir. A penúltima coluna demonstra o desconto do múltiplo de preço/lucro atual em relação à média de 5 anos. **Chama a atenção, particularmente, o desconto da bolsa brasileira, o maior em décadas.**

Índice	Média (5 anos)	Agora	Desconto	Δ Lucros
Ibovespa	11,40	6,12	-46,4%	-8,0%
BZ Small Caps	13,82	9,90	-28,4%	-1,7%
S&P 500	18,64	15,99	-14,2%	-0,2%
Nasdaq	25,12	21,75	-13,4%	-0,6%
Europa 600	15,00	11,50	-23,3%	0,0%

Tab.1: Múltiplos Preço/Lucro (consenso para 12 meses à frente). Fonte: Bloomberg, EOS.

Ocorre, no entanto, que esse múltiplo é uma razão entre duas variáveis: preço e lucro. Eventual retorno à média pode se dar tanto pelo numerador quanto pelo denominador. A última coluna demonstra a variação nas expectativas de lucros futuros em relação à sua estimativa recente mais alta. **Os analistas dedicados a Brasil já começaram as revisões baixistas. Nos Estados Unidos, houve ajuste muito marginal, enquanto a Europa, surpreendentemente, ainda não viu *downgrades*.**

O grande risco, olhando para a frente, é de que uma eventual contração da atividade econômica prove que as expectativas dos analistas estão otimistas demais. Uma revisão baixista adicional de apenas 13,4% nos lucros para o Nasdaq, por exemplo, bastaria para retornar esse múltiplo à sua média histórica. Será que os ativos, especialmente nos Estados Unidos e Europa, estão realmente tão baratos?

PERSPECTIVAS

A inflação segue pressionada, mas as expectativas de atividade mais baixa podem abreviar este ciclo de aperto monetário global. Seguimos cautelosos nos mercados internacionais. Aguardamos preços de entrada mais atraentes para eventual montagem de posições em ações e renda fixa.

No Brasil, o ciclo de aperto monetário parece se aproximar do fim, o que pode sugerir uma boa oportunidade para comprar pré-fixados. Para horizontes mais longos, gostamos das ações brasileiras: os preços permanecem convidativos e as expectativas para a atividade estão ligeiramente melhores.

