

No cenário de curto prazo, a recuperação da atividade econômica seguirá no terceiro e no quarto trimestre, mas a perspectiva para 2022 já é mais negativa, na margem. A mediana das expectativas para o crescimento real do Produto Interno Bruto do próximo ano tem recuado e na pesquisa mais recente do mercado, passou de 2,0% para 1,93%. Ter um crescimento de 4,8% ou 4,9% é um detalhe, ou seja, já está precificado pelo mercado e em função da base de comparação de um ciclo tipicamente de “stop and go”.

Parte do nosso crescimento dos últimos trimestres foi puxado pela demanda externa, vindo das exportações líquidas, na esteira do ciclo de alta dos preços das commodities e pela demanda interna, pelo impacto defasado da taxa de juros reduzida que atingiu 2% no final do ciclo de flexibilização. Não vamos contar com esses dois impulsos em 2022, no caso da demanda externa com uma taxa mais moderada e no caso dos juros, vai ajudar a desacelerar o PIB.

Pela ótica das commodities, avaliamos que o movimento de desaceleração das commodities não será “robusto” e tem maior probabilidade de suporte de preços, a não ser que ocorra um rali significativamente negativo no mercado de renda variável através de uma realização das bolsas norte-americanas, que não parece ser o cenário provável no curto prazo, com o Federal Reserve sendo bem cauteloso na retirada dos estímulos monetários e sobretudo, quando iniciar a elevação da taxa de juros, esperada somente para o final de 2022.

O fato é que será desafiador o controle da inflação nos próximos meses. Além da crise hídrica interna, os estoques agrícolas das principais culturas estão em níveis considerados reduzidos pelo padrão histórico:

- (i) Os preços reduzidos no passado e sem uma resposta da produção norte-americana, estamos convivendo com uma trajetória de alta dos preços das carnes e uma nova escalada de demanda de suínos pelos chineses;
- (ii) As condições climáticas desfavoráveis da região Centro-Norte dos Estados Unidos (Nebrasca, Minnesota, Dakota etc), onde concentra mais de 30% a 40% das produções de soja e milho corroboram que quedas de preços serão mais pontuais do que sustentáveis;
- (iii) A despeito de uma boa safra esperada nos Estados Unidos, **os estoques iniciais e finais estão reduzidos**, além do fato que a China está importando um volume similar em 2021;

- (iv) Deve-se ressaltar que os chineses anteciparam compras (importações) de agrícolas em 2020, pois os preços da soja estavam baixos em US\$ em 2020: a China aproveitou e operou. Entretanto, da mesma forma que 2021, um movimento de redução dos preços agrícolas no mercado de Chicago e/ou no Brasil, a China antecipará as compras de 2022;
- (v) A perspectiva é da redução dos preços médios da soja nos próximos anos, mas de forma gradual, pois ainda estamos no processo de recomposição de estoques. No caso do milho, em função das importações chinesas, ciclo mais longo de ajuste entre oferta e demanda para reduzir preço.

USA: Safra Agrícola 2021/2022 Soja (milhões de toneladas)

Balanço EUA	USDA jul/21	USDA ago/21	Base
	2020/21	2021/22	2021/22
Área Plantada	33,6	35,4	35,4
Produtividade	3,38	3,42	3,37
Estoque Inicial	14	3,7	4,4
Produção	113	120	118
Importação	1	1	1
Exportação	62	56	55,9
Consumo	62	64	63,2
Estoque final	4,3	4,2	4,1
Estoque/Uso da Soja	3,50%	3,50%	3,50%
			3,40%

Fonte: USDA Elaboração: JF Trust Gestora de Recursos

A inflação próxima de 10% nos últimos doze meses, medida pelo IPCA e superando 30% no caso dos IGPs, leva a deterioração dos rendimentos médios reais pelo lado do consumo privado e por isso, a necessidade rápida de elevar a taxa básica de juros acima do seu nível neutro por algum tempo até que a inflação convirja novamente para a trajetória de metas novamente.

Teremos que adiar o cumprimento da meta central de inflação (IPCA) para o biênio 2023-2024 ao custo de menor PIB em 2022. Na elaboração desse documento estimávamos uma alta real do PIB de 1,74% para 2022, ressaltando que o carry over estatístico não supera 1%.

USA: Safra Agrícola 2021/2022 Milho (milhões de toneladas)

Balanço EUA	USDA jul/21	USDA ago/21	Base	Alternativo
	2020/21	2021/22	2021/22	2021/22
Área Plantada (mi/ha)	36,7	37,5	37,5	37,5
Produtividade (t/ha)	10,8	11,3	11	11,1
Estoque Inicial	49	27	28	27
Produção	360	385	375	378
Importação	1	1	1	1
Exportação	70	64	61	63
Consumo	311	313	311	313
Alimento e Indústria	163	168	168	168
Aliment.e Ind. Exclui Etanol	36	36	36	36
Etanol	126	132	132	132
Ração	145	145	143	145
Estoque final	28	36	32	30
Estoque/Uso da Soja	7,00%	10,00%	8,00%	8,00%

Fonte: USDA Elaboração: JF Trust Gestora de Recursos

Em nossos modelos de previsão econométrica e cenários, trabalhamos com os seguintes resultados: (i) IPCA de 8,27% no cenário referencial e de 8,62% como teto para 2021 e de 4,43% para 2022; (ii) **Uma elevação da taxa Selic, de pelo menos 8,5% ao final do ciclo em 2022, mas lembrando que não evitaria uma inflação superior à 4%.** O fato é que ainda estamos ainda no “meio do processo” do aperto monetário, com uma taxa real de juros negativa, ainda inferior ao juro neutro e com uma disseminação acentuada nos preços.

A crise hídrica é outro choque de oferta, mas isso não significa que o Banco Central não tenha que elevar os juros, pois precisa combater os impactos secundários da transmissão sobre os outros preços. O risco é a ocorrência potencial do racionamento e seu efeito negativo sobre o crescimento econômico. Entretanto, os juros terão que subir nesse contexto.

A Reforma administrativa será bem mais moderada do que se imaginava, ou seja, não vai gerar uma redução relevante nas despesas e a recente Reforma do IR, aprovada somente na Câmara, tem um viés de perda de arrecadação para a União. E no ambiente de crise institucional, a agenda de privatizações fica emperrada no curto prazo. No exterior, a perspectiva é de menores estímulos monetários e um dólar mais elevado, o que deverá ser um desafio adicional para o fluxo de recursos para emergentes, como o Brasil.

A tendência de uma política fiscal mais expansionista e populista segue novamente em nossa carta mensal. Além disso, a frustração de receita no projeto tributário no Congresso e sem uma solução para a despesa de precatórios no contexto de menor crescimento em 2022 ainda pode gerar uma revisão relevante do déficit e da dívida pública /PIB.

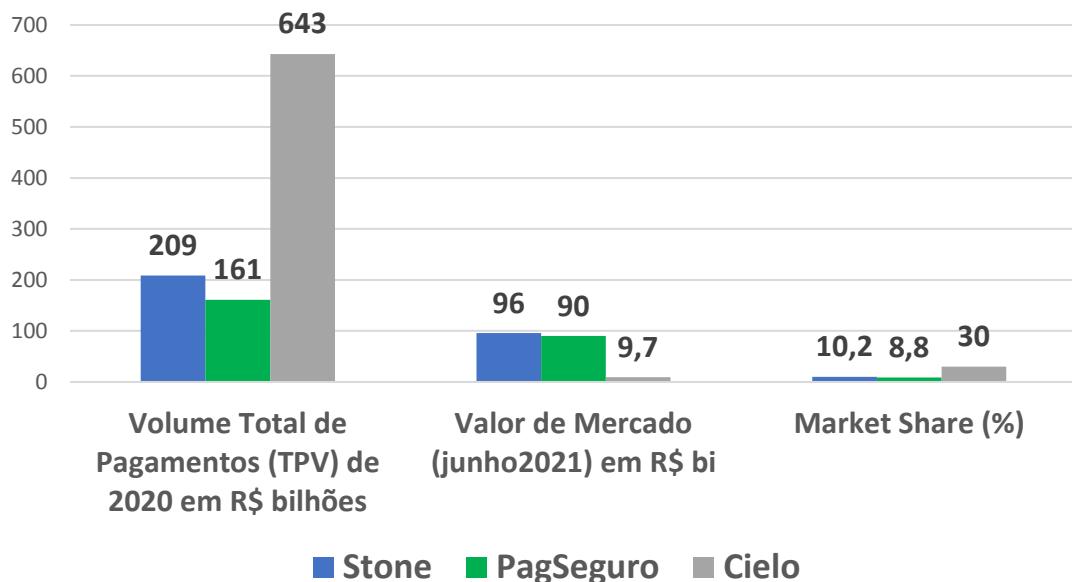
No exterior, avaliamos que os últimos indicadores da atividade, emprego e confiança da última quinzena de agosto nos EUA, não corroboram necessariamente que o Fed definirá a retirada dos estímulos monetários na reunião do FOMC de setembro. De fato, a geração de empregos inferior a 300 mil apontado pelo payroll de agosto frustrou as expectativas, da mesma forma, que o recuo de dois relevantes indicadores de confiança do consumidor e a desaceleração na demanda por serviços, a despeito de não ameaçar uma expansão robusta do PIB dos EUA em 2021. Aumentamos a probabilidade de que o tapering seja adiado de setembro e anunciado somente em novembro ou dezembro de 2021.

Na Zona do Euro, mesmo que se decida por alguma redução da compra de títulos pelo Banco Central Europeu (BCE) pelo PEPP (programa emergencial de liquidez) que hoje é de 80 bilhões de euros/mês e/ou um sinal de término do programa de compra emergencial de títulos ao longo do primeiro semestre de 2022, **existem diferenças em relação ao contexto enfrentado pelo BCE em relação ao Federal Reserve.** As diferenças são que a taxa de inflação na Zona do Euro segue de forma persistente abaixo da meta de 2% a.a. do BCE e há outro programa paralelo de expansão da liquidez (APP Asset Purchase Programme) de 20 bilhões/mês. Em suma, não necessariamente o término do PEPP significará redução da liquidez, se o BCE ampliar (flexibilizar) o programa APP de compra de títulos

O Fundo Equador FIM multimercado obteve em agosto um desempenho negativo de – 1,61%, puxado de forma preponderante pela posição de renda variável, no que se refere à ação da Cielo. Deve-se ressaltar que nossas operações de ativos consideram uma estratégia macro que não visam necessariamente gerar uma performance positiva em um prazo curto, mas sim, entregar ao cotista um desempenho favorável e consistente a médio e longo prazo.

No Fundo Equador multimercado, **temos mantido em carteira a ação da Cielo, que avaliamos que possui um preço descontado**, pelos seguintes fatores: (i) em primeiro lugar, estimamos que deve ser valorizada pelos seus pares Stone e PagSeguro; (ii) consideramos que uma solução societária entre os controladores Bradesco e Banco do Brasil tende a destravar o valor; (iii) a solução do FacePay no Brasil para pagamento de transações de bens e troca de reais via rede social (whatsapp) deve prevalecer no setor de transferência digital de recursos financeiros e (iv) a Cielo teria estrutura tecnológica e capacidade de inovação para a redução dos custos dos meios de pagamento digitais e se manter na fronteira do setor.

Cielo: Valuation x TPV 2020 comparativo com Stone e PagSeguro



A Cielo tem uma relação P/L em torno de 9,8, próxima dos múltiplos de bancos brasileiros como Itaú e Bradesco, sendo que tem um total de ações free float (percentual de ações que estão em livre circulação no mercado) de aproximadamente 1,1 bilhão, possui R\$ 2,1 bilhões em caixa e Ebitda (lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização) de R\$ 580 milhões no segundo trimestre de 2021. Dessa forma, consideramos também como provável a recompra de ações pela Cielo, pela geração elevada do caixa e os recursos disponíveis, sendo esse o quinto motivo da manutenção desse papel em nossa carteira.