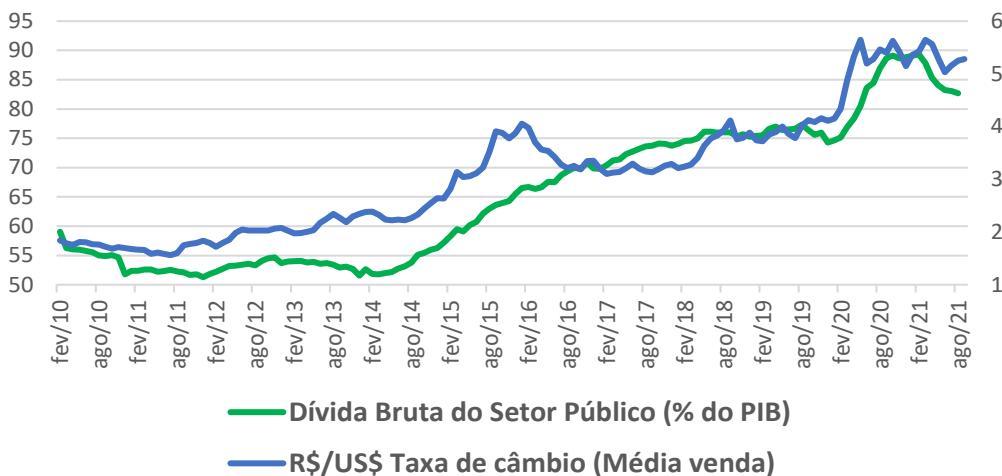


A crise política institucional amenizou em setembro, mas os riscos fiscais e inflacionários ficaram mais elevados. Aumenta a percepção que o financiamento da cobertura do programa social Auxílio Brasil não será atingido, pois o projeto do tributário que está no Senado segue sem perspectiva de votação. O governo conta com quase R\$ 30 bilhões com a aprovação desse projeto, em particular da taxação dos dividendos. A inflação mais elevada de 2021 em relação à estimativa do governo, deverá incrementar em mais de R\$ 20 bilhões o volume de gastos obrigatórios.

Não teremos contribuição fiscal para desacelerar a inflação e a inércia dos preços aumentou e ainda não estaria estabilizada. Governo sinaliza por mais subsídios e/ou escalonamento de reajustes de preços administrados, para manter a inflação no controle no contexto da crise hídrica. Há consenso que o déficit primário fiscal não é elevado no biênio 2021-2022, inferior à 1% do PIB, mas os condicionantes da trajetória da dívida pública brasileira têm piorado, com taxa de juros mais elevada e menor crescimento econômico esperado para 2022.

Dívida Pública Bruta/PIB x Taxa de Câmbio(R\$ /US\$)



Fonte: Banco Central do Brasil Elaboração: JF Trust

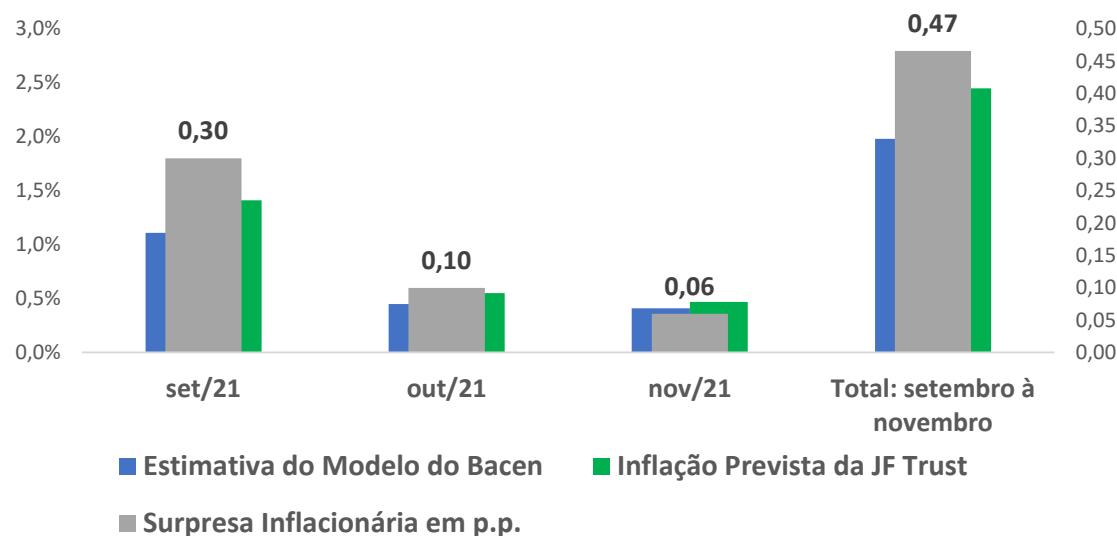
No cenário da política monetária e da inflação, ainda estamos no “meio do caminho” do ciclo do aperto monetário, quando estimamos uma inflação no limiar do teto (5%) da meta para 2022 com uma taxa básica de juros de 9,5% no primeiro quadrimestre. O impacto dos juros se faz sentir em nossa estimativa de crescimento econômico, estimada em 1,02% para 2022 e no limite inferior de 0,74%.

Elevamos a probabilidade do juro básico da Selic aumentar para uma taxa de dois dígitos (igual ou superior à 10%) no primeiro quadrimestre de 2022 (e o risco do descumprimento do teto de 5% da meta do IPCA), pois somente nesse caso captado em nosso modelo, a inflação não superaria 4%.

Nossas estimativas de inflação não sofreram alterações relevantes, com previsão do IPCA de 8,85% e teto de 9,1% em 2021 e para 2022, bem próximo do teto de 5% da meta. Até a data de fechamento desse documento, a alta gradual da Selic em 1 p.p. não tinha sido suficiente para estabilizar as expectativas de inflação do mercado. No curíssimo prazo, estimamos nova “surpresa inflacionária” de 0,4% p.p. no trimestre móvel de setembro à novembro em relação à estimativa apontada pelo Bacen.

Estimativa da "Surpresa Inflacionária"

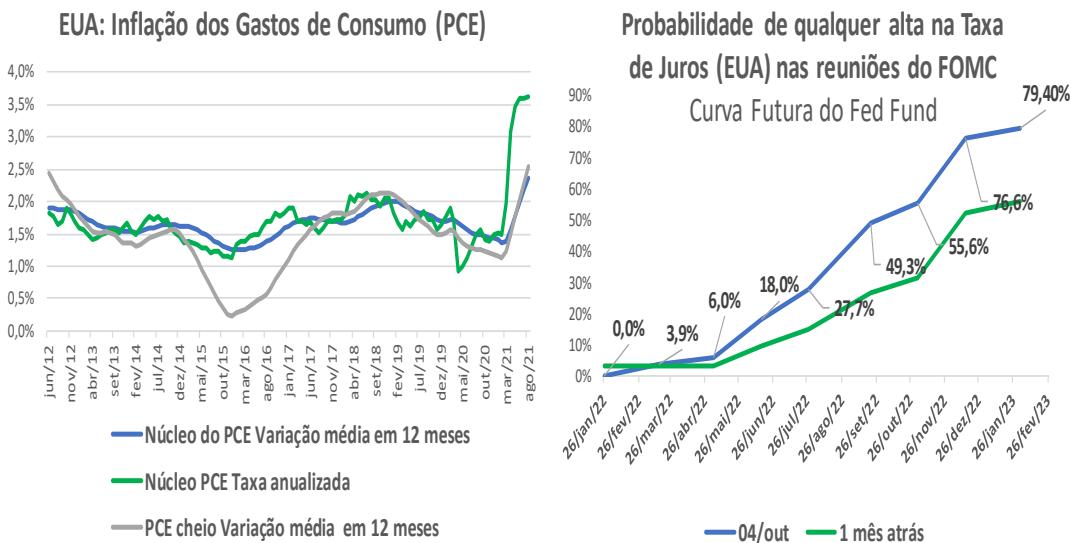
Diferencial entre a previsão do Modelo do Bacen e a estimativa do IPCA da JF Trust



Elaboração: JF Trust

A dinâmica de valorização do dólar no mercado doméstico tem sido sancionada com a deterioração fiscal a margem já descrita anteriormente e reforçada pela aversão ao risco no exterior, contaminado pela antecipação da retirada dos estímulos monetários, perspectiva da desaceleração chinesa e pendências relacionadas ao pacote fiscal de gastos de infraestrutura e de gastos sociais, além do aumento do teto da dívida.

No exterior, iniciamos o quarto trimestre deste ano com a tendência consolidada da retirada dos estímulos monetários por diversos Bancos Centrais no biênio 2021-2022s. A reunião de setembro do Comitê de Política Monetária (FOMC) do Federal Reserve teve um impacto relevante nos mercados, pois definiu o início do ciclo de redução da liquidez para o quarto trimestre deste ano e não postergar para 2022. Há um sinal mais claro que o discurso do Federal Reserve está “um pouco mais hawkish”, na linha de recuperação dos salários, recuo da taxa de desemprego, mas sobretudo pela preocupação de que o patamar da inflação ainda elevado, possa se prolongar um pouco mais e/ou estabilizar em níveis elevados comparativamente à trajetória de médio prazo.



Fonte: Bloomberg Elaboração: JF Trust

De fato, a inflação dos gastos de consumo (*Personal Consumer Expenditure* – PCE) atingiu uma taxa anualizada de 4,3% em agosto e de 2,6% nos últimos doze meses. O core (núcleo) do PCE atingiu taxas de 3,62% e 2,35% na mesma comparação, significativamente acima da meta de 2%. A inflação dos EUA parece estar no pico e tende a desacelerar ao longo de 2022, mas a questão é quanto tempo vai durar o processo de pico. No médio prazo, as expectativas de inflação para os próximos cinco anos da economia norte-americana aumentou apenas um pouco, e seguem ancoradas entre 2,0% e 2,25% a.a.

Não alteramos o nosso cenário de curtíssimo prazo, com a continuidade de recuperação gradual dos rendimentos (*yields*) das treasuries e do dólar, sobretudo, no contexto de desaceleração dos preços das commodities. Não se esperam surpresas nos números do emprego do *payroll* de setembro e outubro, que devem ratificar o aquecimento do mercado de trabalho e a continuidade da redução da taxa de desemprego dos EUA.

O impacto foi imediato e ainda prossegue na revisão para a desaceleração da atividade econômica futura. Nesse contexto, devemos verificar limites na trajetória de alta dos índices acionários S&P 500 e Dow Jones que foram sustentados durante anos de flexibilização monetária quantitativa (QE) e juros reduzidos, a não ser que a produtividade da economia norte-americana volte a acelerar, um evento pouco provável no curto prazo.

As “novidades” do FOMC consolidam um cenário de retirada um pouco mais rápida dos estímulos, com elevação das projeções de inflação e das taxas de juros do fed fund: (i) a autoridade monetária deseja terminar a redução plena da compra de títulos até o final do primeiro semestre de 2022; (ii) os membros do Fed admitem que as taxas do *fed fund* subam para 0,3% em 2021; (iii) as taxas de juros no cenário do Fed aumentariam para três ou quatro vezes até o final de 2023, o que atingiria 1%, acima do previsto de 0,6% da reunião anterior, de junho e (iv) revisão para baixo do crescimento real do PIB de 2021 de 7% para 5,9%, mas de alta de 0,5 p.p. para 3,8% em 2022 (v) elevou a perspectiva do núcleo de inflação deste ano de 3,0% para 3,7%, significativamente acima da meta de inflação de 2% do Fed. A pressão sobre os preços deve recuar substancialmente em 2022, como atestam as projeções do Fed, caindo para pouco acima da meta de 2%.

O reflexo da nova comunicação da política monetária do Fed provocou a elevação maior na curva curta dos juros, reduzindo o spread com a taxas de juros médias e longas, ou seja, a curva ficou mais achatada. É fato que o impacto da nova postura do Fed foi limitado nas Bolsas, o que deixa a incerteza de uma correção maior para a frente.

A crise do setor imobiliário chinês sem setembro sinalizada pela incorporadora Evergrande fez retornar a lembrança da crise financeira internacional de 2008 e a quebra da Lehman Brothers, mas a comparação é inadequada em nossa avaliação. De qualquer forma, nesse cenário de enxurrada de liquidez financeira promovida nos últimos anos pelos maiores Bancos Centrais, em particular, o Federal Reserve, corroborou para a recuperação e sustentabilidade de preços elevados das commodities, em particular de energia. Os preços do barril de petróleo se aproximaram recentemente de US\$ 80 e esse sim, é um fato relevante, pois a aceleração do preço no biênio 2020-2021 relembrou os antecedentes das últimas crises norte-americanas

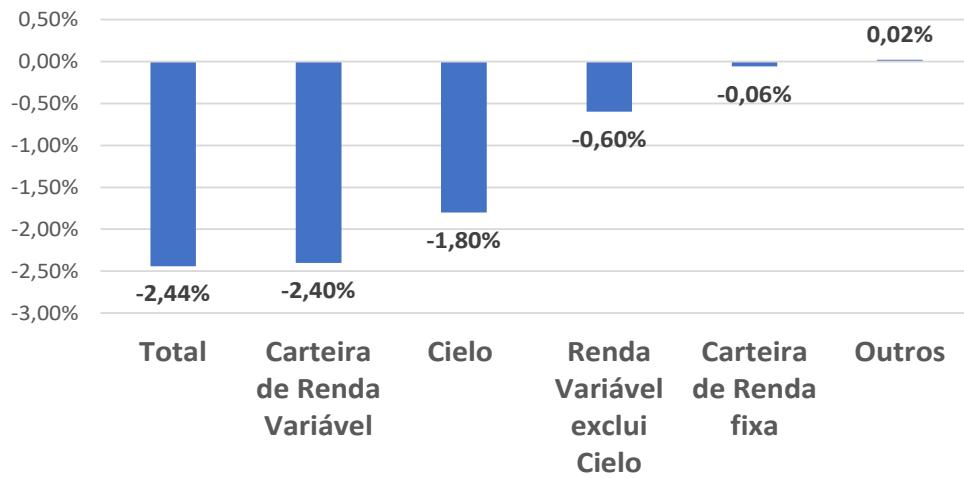
O Fundo Equador teve desempenho negativo em setembro de 2,44%, puxado pela desvalorização de 2,40% da carteira de ações, influenciado de forma preponderante pela contribuição negativa de 1,8% da ação da Cielo. O segmento de renda fixa teve um desempenho negativo de apenas -0,06%.

A despeito da queda expressiva da Cielo, mantemos nossa posição na ação na carteira de renda variável - representava 7,7% do patrimônio do Fundo Equador no final de setembro - , com base nos pressupostos ressaltados na Carta Mensal anterior: (i) expectativa de controle de custos, recuperação das margens e pelo menos, deve sustentar sua participação nos clientes com maior poder aquisitivo; (ii) a Cielo não deveria ser considerada como setor financeiro tradicional e sim, como seus pares no mercado de adquirência; (iii) há possibilidade de uma solução societária entre os controladores Bradesco e Banco do Brasil que alavancaria o valor da empresa; (iv) 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 (v) pressuposto que a Cielo tem estrutura tecnológica e capacidade de inovação para a redução dos custos dos meios de pagamento digitais e se manter na fronteira do setor.

Com base nos resultados fechados de 2020, a Cielo obteve um lucro de R\$ 490 milhões, com capitalização do mercado de R\$ 6,5 bilhões, com o múltiplo P/L (preço/lucro) estava na faixa de 13,3, enquanto a Stone teve um lucro de R\$ 837 milhões com valor de mercado naquela época de R\$ 63,9 bilhões, atribuindo um PL de 76,3. No caso de outra empresa do segmento, a GetNet (que estará na listagem da B3 em outubro), teve um lucro em 2020 de R\$ 361 milhões, sendo que a modelagem financeira realizada por players do mercado estima um valor de mercado de R\$ 16 bilhões, equivalente a um P/L de 44,8.

Consideramos como provável a recompra de ações pela Cielo, com a elevada geração de caixa em relação ao reduzido valor da empresa negociado atualmente pelo mercado, sendo esse, mais um motivo da manutenção desse papel em nossa carteira.

Fundo Equador: Desempenho Setembro de 2021



Elaboração: JF Trust