



PREMIUM  
CLASSIC

Quadrivium  
EDIÇÃO DE 18/01/2024

## Resumo

Operadores no mercado financeiro desafiam o Federal Reserve ao precisar um aumento nos cortes acumulados em 50 pontos-base adicionais em relação ao início da semana passada. Financial Times expõe ao mundo a política econômica do atual governo e que já deu errado no passado.

# CONDIÇÃO DE MERCADO



**Risco Baixo:** As condições de mercado são muito favoráveis, como quando a valoração não é muito elevada, o price action e fundamentos são positivos e o sentimento não é de euforia. Este ambiente permite que o investidor esteja exposto em bolsa no limite máximo de sua propensão ao risco.

**Risco Aceitável:** As condições de mercado permitem uma exposição de assimetria favorável, normalmente com fundamentos e price action razoavelmente positivos. A nota da valoração e do sentimento podem variar. Este ambiente permite que o investidor esteja exposto em bolsa com posições relevantes, conforme sua própria propensão ao risco.

**Risco Neutro:** Quando há dimensões e indicadores apontando para direções diferentes, havendo pontos positivos e negativos que se colidem. O mercado pode ser seletivo, com poucas ações ou setores se destacando. Este ambiente requer que o investidor dê mais atenção à gestão do risco através da redução da exposição, encurtamento de stops, montagem de hedges ou outras técnicas defensivas.

**Risco Considerável:** Quando a assimetria de risco para estar exposto em bolsa é desfavorável, e a probabilidade de retorno é neutra ou negativa. Este ambiente requer que o investidor tenha uma postura defensiva, sendo bastante criterioso na escolha dos ativos, diminuindo ou zerando sua exposição em bolsa ou utilizando outras técnicas defensivas.

**Risco Considerável: Risco Elevado:** Quando as condições de mercado são muito desfavoráveis e o ambiente é muito arriscado, normalmente quando os fundamentos e o price action são negativos, podendo estar aliados a uma valoração elevada e sentimento de euforia. Este ambiente requer extrema cautela, sendo desaconselhável qualquer exposição em bolsa.



- Preços ao produtor apresentaram variação negativa nos últimos três meses, a contar de outubro.
- Mercado financeiro passou a especificar um aumento de 25 pontosbase no corte acumulado na quinta-feira e mais outros 25 pb após o PPI, totalizando 50 pontos-base.
- Dirigentes do Federal Reserve afirmam que não se orientarão pela especificação no mercado financeiro.
- Financial Times expõe a política econômica do atual governo e que não deu certo no passado.
- Lucro da carteira do S&P 500 estagnado e risco de reavaliação para baixo das projeções em 2025.
- AD Line de NY volta a se deteriorar na sexta-feira, mas eventual alerta somente ocorreria se a piora persistir por mais tempo, especialmente se for registrado nova máxima pelo S&P 500.
- Estrangeiros voltam a retirar recursos da B3, mas não se pode descartar um período de distribuição antes de uma retirada mais vigorosa.

## 1 - FUNDAMENTOS ECONÔMICOS

### ÍNDICE DE PREÇOS AO PRODUTOR NEGATIVO E REPERCUTE NO MERCADO FUTURO

O Índice de Preços ao Produtor para a demanda final (PPI) apresentou uma queda de -0,1% em dezembro em relação ao mês anterior, considerando ajuste sazonal, conforme relatado pelo Bureau of Labor Statistics (BLS) na última sexta-feira. Em novembro, os preços da demanda final também registraram uma queda de -0,1%, enquanto em outubro a diminuição foi de -0,4%, após um aumento de +0,4% em setembro.

Em uma base não sazonalmente ajustada, o índice anual apresentou um aumento de 1,0% em dezembro de 2023 em comparação com 2022. Isso ocorreu após uma elevação de 6,4% em dezembro de 2022 em relação ao mesmo mês de 2021. Já o núcleo registrou um aumento de 2,6% ao ano em dezembro de 2023, comparado a um aumento de 7,7% ao ano no mesmo mês de 2022.

O recuo do PPI para o território negativo em dezembro é atribuído a uma queda de -0,4% nos preços dos bens de demanda final. O índice de serviços permaneceu inalterado.

Apesar de ter tido pouca repercussão na mídia financeira, os economistas alegam que a combinação do CPI com o PPI fornece pistas mais sólidas sobre o PCE, a métrica preferida do Federal Reserve. Se essa tese se confirmar em dezembro, espera-se que o PCE divulgado no final do mês seja benigno.



Apesar do impacto discreto na mídia, o mercado futuro revelou uma dinâmica surpreendente nos últimos dois dias da semana passada. Na quinta-feira, os operadores ajustaram suas projeções de cortes acumulados de 1,25 ponto porcentual (pp) para 1,50. Na sexta-feira, a aposta elevou-se para 1,75 pp. A probabilidade de que o FOMC não implemente um corte de 0,25 pp em março caiu para apenas 16% na sexta-feira, indicando uma aposta majoritária de que a taxa efetiva dos fed funds seja reduzida de 5,33% para 5,08% nesta reunião.

Embora a visão predominante aponte para um suave desembarque na economia em 2024, os economistas adotam uma postura cautelosa, destacando riscos, especialmente relacionados a um possível choque de oferta devido ao conflito no Oriente Médio. O hiato entre soft data, que inclui dados qualitativos como expectativas, sondagens e indicadores financeiros, e hard data, composta por informações quantitativas e objetivas, tem complicado a análise dos analistas.

Nesta segunda-feira, Callum Thomas, um analista que ganhou destaque nas redes sociais durante a pandemia devido às suas previsões acertadas, fez menção a uma possível deflação em 2024: “Uma série de tendências significativas está se delineando para este ano, e enfrentaremos um desafio ao navegar nos que considero como os dois principais riscos macroeconômicos (o potencial de deflação e recessão versus inflação e reaceleração na ponta oposta). Será essencial projetar olhares para o futuro, antecipar essas mudanças e manter uma base sólida nos dados de preço e fluxo”.

Enquanto isso, observa-se uma série de pronunciamentos por parte de representantes do Federal Reserve e do BCE tentando moderar as expectativas de cortes agressivos nas taxas. O mercado, há um bom tempo, tem desconsiderado as declarações desses membros.

## FINANCIAL TIMES DESTACA O PROJETO DE LULA DE MAIOR INTERVENÇÃO DO ESTADO

O Financial Times expôs para o mundo o projeto considerado anacrônico de Lula nesta segunda-feira ao referir-se à intenção de retorno ao capitalismo de estado. Desde seu retorno ao poder, Lula busca fortalecer o papel do Estado para aprimorar os padrões de vida no Brasil. Seu plano econômico envolve o aumento dos pagamentos de assistência social, a flexibilização dos gastos públicos, promessas de melhorias na infraestrutura e uma agenda verde para atrair investimentos estrangeiros.

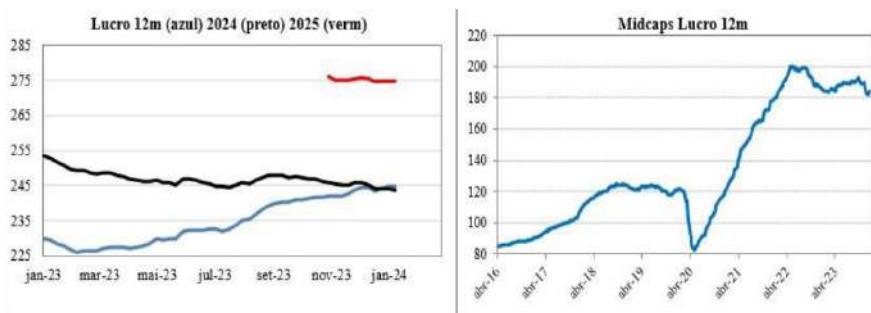
Contudo, críticos receiam que sua abordagem mais intervencionista possa ressuscitar um modelo de desenvolvimento estatista anteriormente desacreditado. Após um período de boom de commodities, o Brasil enfrentou uma recessão, atribuída por opositores ao excesso de gastos e à interferência política anterior.

A administração de Lula destaca indicadores positivos, mas os investidores permanecem céticos em relação ao plano econômico. Com a desaceleração da economia, o presidente enfrenta a escolha entre uma abordagem mais moderada ou aumentar os gastos para estimular o crescimento, correndo o risco de repetir erros passados.

Para quem está bem informado, o artigo não apresenta novidades. No entanto, para aqueles distantes da política brasileira, o texto não serve como uma propaganda favorável ao governo.

## 2 - VALORAÇÃO

Conforme informações do LSEG Datastream, a projeção da mediana do lucro operacional para a carteira do S&P 500 nos próximos doze meses permaneceu estável na semana passada.



As estimativas para 2025 são superlativas. A margem operacional jamais superou o patamar de 13,4% das últimas décadas, recorde registrado nas projeções em 2023. No entanto, os analistas estimam a margem em torno de 13,7% em 2025. É muito provável que as previsões de lucro em 2025 sejam avaliadas para baixo no decorrer do ano, como foram em 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017 e 2023.

## 3 - PRICE ACTION

Desde o penúltimo relatório, apenas um pregão ocorreu em Wall Street, e não houve informações adicionais relevantes. Apesar de os osciladores de alta frequência terem saído da região de sobrecompra, ainda existe amplo espaço para alcançar a condição de sobrevenda. A AD Line de NY mostrou nova deterioração na sexta-feira, mas para uma conclusão mais definitiva, a sinalização precisaria ser mais persistente e acentuada.

No contexto doméstico, merece atenção o aumento negativo nas estatísticas de saída de investidores estrangeiros, ao mesmo tempo em que pessoas físicas retomam suas compras, após um longo período de ausência. Caso estejamos entrando em uma fase de distribuição, é possível que esses investidores evitem exercer pressão excessiva, aguardando reações do mercado antes de descarregar posições mais substanciais. Por outro lado, o preço da NTN-B de 2035 apresentou uma inflexão negativa, coincidindo com a intensificação das preocupações dos analistas em relação ao risco fiscal. Além desses fatores negativos, as commodities permanecem fracas, restando apenas o contraponto da percepção confortável dos investidores internacionais associado ao país.

No contexto dos mercados emergentes, o México chama a atenção, com seu benchmark registrando um rompimento falso. O jornal El Financiero destaca em sua capa o avanço da Covid-19 no país, mencionando hospitais lotados e alertas de economistas sobre o risco de interrupção na trajetória de redução da inflação.

Embora a pressão baixista tenha perdido intensidade nos mercados da China e de Hong Kong, não há sinais de reversão na prolongada tendência de baixa. Uma eventual recuperação, mesmo que parcial, nestes dois mercados poderia resultar em saídas mais rápidas de investidores estrangeiros no Brasil. No entanto, o Banco Central da China surpreendeu o mercado ao manter inalterada a taxa de juros de médio prazo nesta segunda-feira, que causou nova baixa na cotação do minério de ferro. Enquanto isso, o mercado indiano continua a registrar novos recordes, atraindo fluxo externo e consolidando-se como o destino preferido dos investidores estrangeiros.

## 4 - CONCLUSÃO

A taxa de erro na classificação de risco de uma exposição no mercado se reduz na proporção do número de atributos não redundantes do mercado, cujas sinalizações sobre o risco de uma exposição estejam alinhadas. Os atributos não redundantes do mercado são os indicadores das quatro dimensões do mercado.

Para a classificação do risco de uma exposição no médio prazo na compra no mercado de ações as notas das dimensões price action, sentimento e fundamentos econômicos deveriam ser positivas. Nos capítulos finais de um mercado-touro, não é incomum ser suficiente notas positivas apenas do price action e do sentimento no início de uma reação, geralmente associadas a uma trajetória de recuperação com baixo volume. No quadro abaixo todas as notas foram mantidas em relação ao relatório anterior

IBOVESPA		
Alcance	Dimensão	Nota
(Curto prazo)	Price Action	Neutro -
(Médio prazo)	Fundamentos	Negativo
(Médio prazo)	Sentimento	Neutro-
(Médio prazo)	Valoração	Neutro
(Longo prazo)	Valoração	Negativo

S&P 500		
Alcance	Dimensão	Nota
(Curto prazo)	Price Action	Neutro
(Médio prazo)	Fundamentos	Neutro-
(Médio prazo)	Sentimento	Negativo
(Médio prazo)	Valoração	Negativo
(Longo prazo)	Valoração	Negativo

Se os investidores estrangeiros ainda não perceberam os riscos associados à política econômica do governo atual, isso não se deve à ausência de alertas, como destacado pelo artigo do Financial Times. O aumento no tom crítico por parte de economistas que não se alinham com abordagens heterodoxas coincidiu com a queda nos preços das NTN-Bs (aumento das taxas de juros de longo prazo), obra dos vigilantes brasileiros. Por essa razão, considerando não apenas as projeções de baixo crescimento nos próximos doze meses, mas também a fragilidade no mercado de commodities, optamos por manter a visão de risco em um espectro entre a neutralidade e o que é percebido como considerável.

De maneira geral, os renomados economistas têm adotado uma abordagem econômica mais contida ao delinejar cenários para 2024, evitando assertividade em suas previsões.

A conjuntura atual destaca-se por uma característica inédita: a falta de experiência de muitos analistas que não vivenciaram em tempo real os efeitos da dominância fiscal na economia dos EUA. Isso ocorre em conjunto com uma notável disparidade entre os dados qualitativos (soft data) e as estatísticas objetivas (hard data), talvez causada pela perda de potência da política monetária restritiva causada pela política fiscal expansionista - uma força anulando a outra.

Até o economista Nouriel Roubini, frequentemente chamado de Dr. Doom, devido às suas previsões muitas vezes pessimistas sobre a economia e eventos financeiros, deixou de lado o seu tom enfático.

Correlações previamente sólidas entre indicadores confiáveis do passado, como a confiança do consumidor e os índices do The Conference Board, por exemplo, perderam-se, explicando as imprecisões nas previsões no início de 2023 de respeitados analistas e também influenciando a postura que a Strategy havia adotado - que, observando após ter transcorrido um ano, revelou-se excessivamente cautelosa.

Um dos poucos consensos entre os analistas é a avaliação excessiva no mercado de ações norte-americano. Geralmente fazem referência ao elevado múltiplo, uma métrica inapropriada para essa tarefa. Surpreende o fato de praticamente nenhum analista mencionar que a alocação em ações nos portfólios dos investidores apenas se compara à bolha pontocom. Por essa razão, o risco associado à abertura de posições no mercado norte-americano não difere do risco associado ao mercado doméstico. Para que essa perspectiva seja melhorada, será necessário observar um price action robusto, sendo que a sua ocorrência é menos provável no mercado nacional, que enfrenta uma resistência técnica não vencida há bastante tempo no índice dolarizado (Ibov US\$ - consta na base de indicadores).

John Mauldin, um economista texano que compartilha sua perspectiva de longo prazo por meio de uma newsletter gratuita, argumenta que se o ritmo de crescimento da dívida pública for mantido, os principais limitadores serão os “vigilantes”, termo cunhado por Ed Yardeni para se referir aos operadores especializados em Treasuries e que vigiam a política fiscal para precisar as taxas de juros. Em algum momento, embora não se saiba exatamente quando, Mauldin afirma que o ponto de saturação seria reconhecido e haveria uma enorme pressão sobre as taxas desses títulos (taxas para cima, preços para baixo).

No passado, era comum a percepção de que os republicanos eram mais inclinados a adotar políticas fiscais conservadoras, enquanto os democratas eram associados a uma postura mais favorável a gastos expressivos. No entanto, dados divulgados pelo Escritório de Orçamento do Congresso (CBO - Congressional Budget Office), uma agência não partidária e independente com a missão de fornecer informações objetivas ao Congresso, desafiam essa visão convencional. Aproximadamente 80% das decisões históricas relacionadas ao orçamento federal foram, na verdade, bipartidárias, conforme destacado por Mauldin. Se essa tendência persistir, uma mudança no poder político pode não resultar em alterações substanciais no cenário da dívida pública.

Embora Powell tenha sugerido implicitamente em seus discursos recentes que o banco central reverteria a política monetária em 2024, o ritmo de redução precificado pelo mercado financeiro tem gerado preocupações entre os membros do Federal Reserve. O risco, nesse cenário, é o Federal Reserve adotar uma abordagem mais gradual no relaxamento monetário, o que poderia resultar em surpresas negativas diante de uma inesperada fragilidade na atividade econômica mais adiante. Outro fator de risco amplamente reconhecido como uma preocupação válida é a evolução imprevisível do conflito no Oriente Médio.

Uma surpresa desfavorável nas economias dos países desenvolvidos poderia ter um impacto material na economia brasileira, onde o atual time de plantão tem testado a paciência dos analistas locais, ao passo que os estrangeiros ainda mantêm uma postura mais relaxada. No passado, essa complacência por parte dos investidores estrangeiros resultou em consideráveis prejuízos durante o governo de Dilma Rousseff.



**Éric Siqueira Vicente**  
Chief Investment Officer



## D I S C L A I M E R

Os relatórios e recomendações da Strategy Analytics trazem análises, dados informativos e comentários pessoais dos editores. O presente material pode auxiliar a tomada de decisão de investimento, porém é de exclusiva responsabilidade do investidor executar quaisquer operações de compra ou venda de valores mobiliários e assumir os riscos inerentes a elas.

O conteúdo deste material contém informações para investidores de diferentes perfis de risco e níveis de experiência, devendo o leitor desenvolver as suas próprias avaliações e definir se as análises são adequadas a seu perfil. As informações dispostas neste material resultam de pesquisas e informações consideradas confiáveis, mas não garantimos a exatidão delas.

Os comentários e projeções de risco ou retorno são ilustrativos, estão sujeitos a mudanças e não devem ser interpretados como garantia de retornos, mas sim como mera opinião pessoal dos autores das publicações. Qualquer tipo de investimento envolve riscos como o risco de mercado, risco de crédito, risco de liquidez, risco cambial e outros. Os retornos passados não são garantia de retornos futuros.

Os autores deste relatório declaram que as recomendações do relatório de análise refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais e foram elaboradas de forma autônoma e independente, inclusive em relação à Strategy Analytics.

Este material é de acesso exclusivo aos assinantes da Strategy Analytics e a parceiros expressamente autorizados. Sua cópia ou distribuição, integral ou parcial, sem expressa autorização, acarretará multa, além de responsabilização em processo civil.



StrategyAnalytics.com.br