

**Caros Investidores,**

Em dezembro, terminamos o mês com bons resultados. O **SAKS SuperPrev** rendeu **1,10%** (ou **145% do CDI**) e o **SAKS CBI Hedge** rendeu **1,17%** (ou **154% do CDI**).

**Atribuição de Resultados por Classe de Ativos**



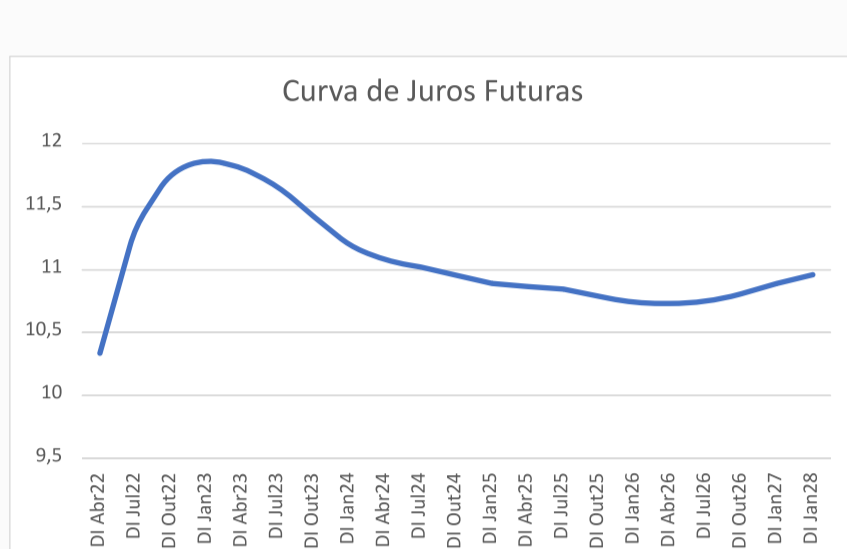
No geral, nosso resultado se deve em boa parte a nossa carteira de renda fixa e a otimização de renda variável com derivativos visando maximizar o Sharpe.

Novamente, o destaque dos mercados no mês foi a atuação dos Banco Centrais Globais no combate da inflação.

No Brasil vemos um Bacen mais “Hawkish” (uma política austera, com taxas de juros mais altas), apesar da inflação estar vindo abaixo das expectativas.

Observando as curvas de juros futuras, vimos ao longo do mês, uma drástica redução dos contratos futuros de médio e longo prazo, com o ponto máximo da curva situado no Jan23.

Ou seja, começamos a ter expectativas de que a Selic se estabilize em no máximo 12% a.a. (conforme mencionado na [carta passada](#)), e podendo terminar 2022 abaixo do duplo dígito. Algo unimaginável a poucas semanas atrás.



Fonte: B3 / Saks Asset

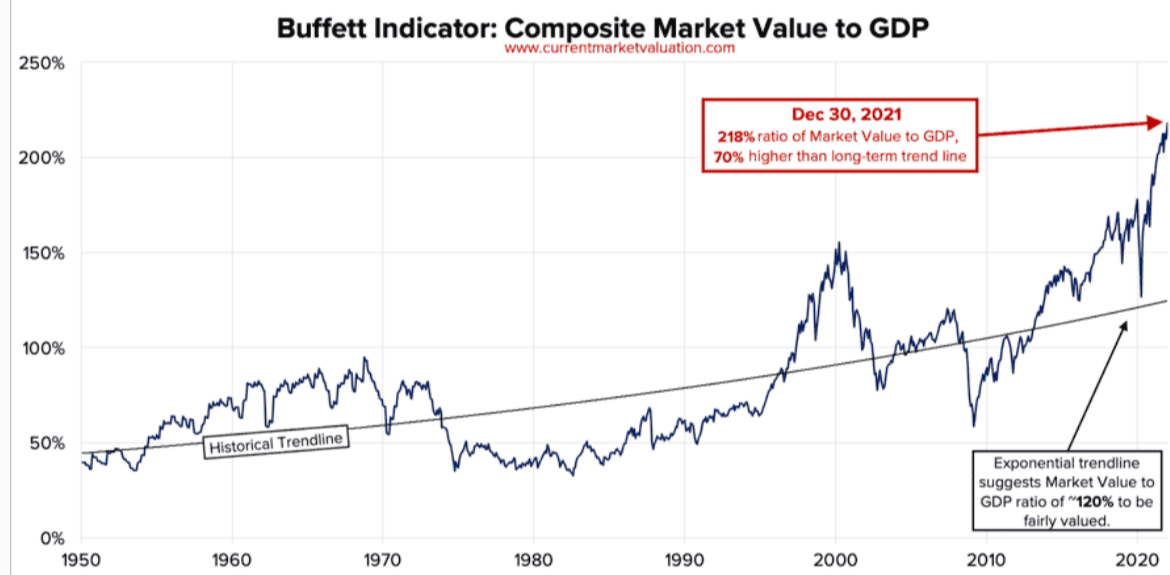
Esse alívio nos juros longos, trouxe um ânimo para a bolsa que terminou o mês em alta de 2,9%, mas não conseguiu apagar a queda de 11,9% em 2021. Primeiro ano negativo desde 2015.

No mercado Americano, tudo parece estar tranquilo e favorável.

Nem a aceleração do “tapering” com o fim dos programas de “Quantitative Easing” para ainda o primeiro semestre do ano, nem o indicativo de 6 altas nos juros pelo FED até o final de 2023, tiraram o ânimo do S&P500 que terminou o mês subindo 4,4% e o ano com alta de 26,9% renovando sua máxima histórica.

Todavia, conforme falamos na carta passada, nem tudo é céu de brigadeiro. Os múltiplos da Bolsa Americana estão nos níveis mais altos da história e a inflação galopante combinado com o aumento nos juros, historicamente nunca foram bons sinais.

No gráfico abaixo temos o Buffett Indicador (não confundir com nosso indicador proprietário de retorno intrínseco para ações, o Buffett Index) que mede o valor de mercado da Bolsa Americana em Relação ao PIB do País. Como podemos observar, esse indicador também se encontra na máxima histórica.



Fonte: Current Market Valuation - currentmarketvaluation.com

No geral os mercados são regidos pelas relações “Intermarkets”, o que nada mais é do que relações seculares (ciclos de 8-12 anos) entre os mercados de Ações, Cambio, Commodities e Juros. Em suma, quando temos um dólar forte, isso beneficia a bolsa americana, colocando pressão para baixo nas commodities e nos juros. Mas o inverso também é verdadeiro, como podemos observar no esquema abaixo:

S&P (Bolsa) ↑ DXY (Cambio) ↑ DBC (Commodities) ↓ 10Y T-Bond (Juros) ↓

Ao longo da década passada, vimos a bolsa americana multiplicar por quatro devido aos juros baixos, “stocks buybacks” e forte alta das ações de tecnologia (Nasdaq multiplicou por seis no mesmo período). Tudo isso, levou a uma queda nos preços da commodities e fortalecimento do dólar perante as outras moedas.

Entretanto, para muitos especialistas, este ciclo está prestes a se inverter em detrimento da inflação elevada, derivada da alta recente no preço do petróleo. O que em teoria, seria ruim para a bolsa e para o dólar.

Por enquanto, esta inversão está apenas na teoria uma vez que S&P500 continua batendo as máximas históricas e o dólar se valorizando.

A explicação para isso, se deve a baixa projeção para os juros norte americanos mesmo com os seis aumentos programados pelo FED até o final de 2023.

O 10yr Bond está sendo precificado a uma taxa de 1,6% a.a. Bem acima dos 0,25% a.a. atuais, mas também bem abaixo da média histórica que gira na faixa dos 6% a.a. Ou seja, apesar do aumento dos juros, as taxas permanecem num patamar tão baixo, que faz o mercado comprar cada vez mais bolsa apesar do seu alto preço.



Fonte: FRED / SAKS Asset

O problema em nossa visão é exatamente esse! A inflação americana está acima dos 6% a.a., maior nível dos últimos 30 anos. E com os juros segundo o FED, ficando abaixo dos 2% a.a., isso gera um juros real (juros nominal – inflação) negativo superior a -4% a.a. Um dos mais baixos da história junto com o fatídico anos 70, conhecido nos EUA como década perdida.



Fonte: FRED / SAKS Asset

Juros real negativo é ótimo para incentivar a economia em períodos de crise ou baixo crescimento econômico (como já vimos no Brasil, mas que não vemos nos EUA com essa magnitude desde o início dos anos 80).

Porém, é péssimo para trazer a inflação de volta a meta. Isso nos diz que o FED provavelmente está esperando que a diminuição da liquidez com o fim do ciclo de “Quantitative Easing” alinhado com a alta nos juros, será o suficiente para trazer a inflação de volta a meta apesar do juros real negativo. Aposta arriscada em nossa visão.

Conforme mencionado na carta passada, enxergamos 2022 com muita volatilidade no mundo e ainda mais no Brasil por se tratar de ano eleitoral além dos inúmeros problemas estruturais não resolvidos. A solução para isso é baixo risco e baixa correlação. Algo que já nossos fundos já estão preparando.

Obrigado mais uma vez pela confiança e que venha 2022!

**Paulo Sobral, CGA**

Head of Investments and Portfolio Manager | @saksasset.com