

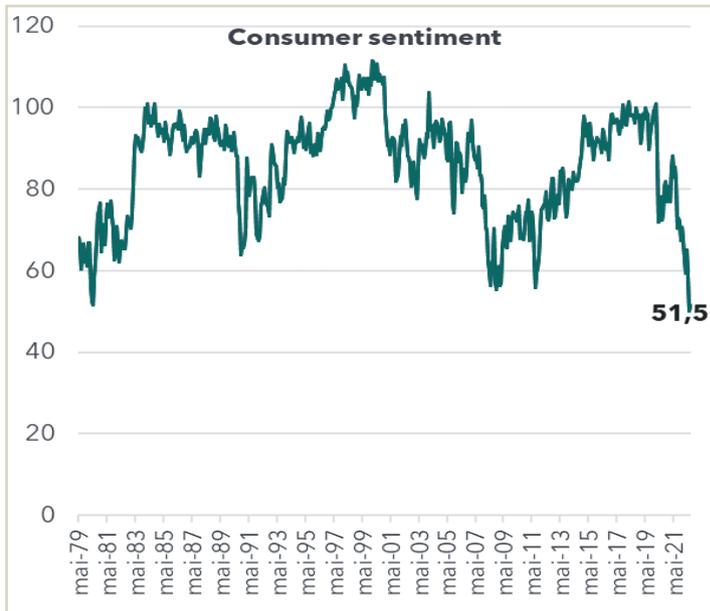
Cenário Internacional:

Conseguirá o FED entregar um "soft landing" da economia americana?

- Sinais de desaceleração da atividade começam a surgir, mas o consumidor americano continua em boa situação enquanto a inflação segue muito pressionada
- Recuperação da China será um importante contraponto à desaceleração global, mas a fraqueza do setor imobiliário local preocupa
- Rally recente dos mercados parece precipitado. O FED continua com discurso duro e uma recessão em 2023 é cada vez mais provável

Após um primeiro semestre muito negativo tivemos em julho uma forte recuperação dos ativos de risco. Os títulos públicos americanos de 10 anos tiveram alta de aproximadamente 3% e foram responsáveis pelo alívio nos mercados. Os investidores parecem acreditar que o banco central americano (FED) conseguirá trazer a inflação de volta para algo próximo da meta de 2% ao ano em um período relativamente curto com um custo mínimo em termos de desaceleração da atividade.

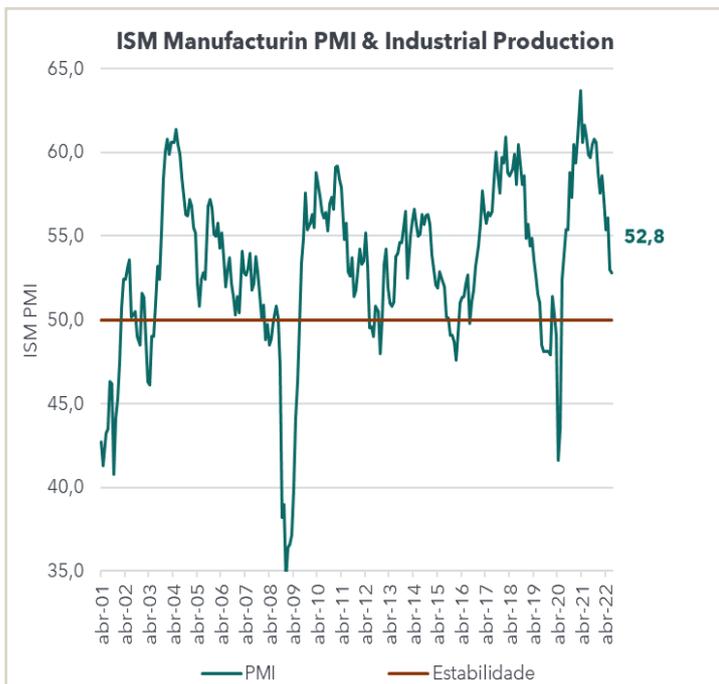
Somos um pouco céticos com esta visão mais otimista. A economia americana de fato já apresenta sinais de desaceleração. Como pode ser visto nos gráficos abaixo e ao lado tanto o índice de expectativas da indústria (ISM Manufacturing PMI) quanto a confiança do consumidor (University of Michigan consumer sentiment) apresentam uma expectativa de importante desaceleração à frente. Outro mercado que começa a desacelerar é o imobiliário, que é bastante dependente de crédito e do nível dos juros. O número de vendas de casas teve queda de 5% no último mês para 5,12 milhões, patamar razoavelmente inferior ao de apenas alguns meses atrás. Por outro lado, o número de novas residências continua próximo das máximas (1,55 milhões de novas casa).



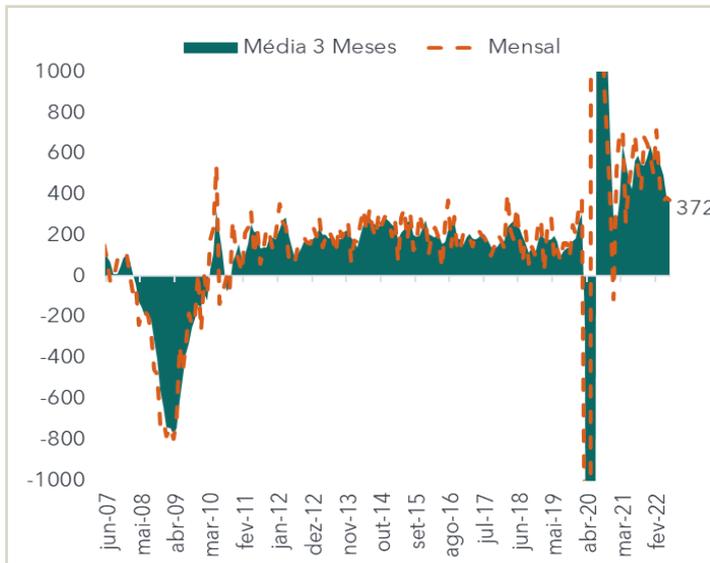
Fonte University of Michigan, Refinitiv e elaboração Investport

A despeito de alguns sinais antecedentes mais negativos, a excelente situação do consumidor americano ainda levamos a crer em uma atuação bastante ortodoxa pelo FED. O consumidor americano vivenciou um crescimento muito forte de seu patrimônio desde a crise do COVID. As ajudas distribuídas pelos governos, a alta dos ativos financeiros em adição à valorização dos imóveis tornaram o consumo bastante resiliente e, trazê-lo para baixo, não será tarefa fácil.

Outro fator importante tem sido a dinâmica do mercado de trabalho americano. Os EUA hoje têm o menor desemprego em muitas décadas (gráfico abaixo). E a geração mensal de empregos continua extremamente forte (gráfico na próxima página). O aumento do número de empregados, aliado aos salários em alta (taxa anualizada de 6,3%), praticamente compensaram toda a perda de poder de compra causada pela forte inflação.

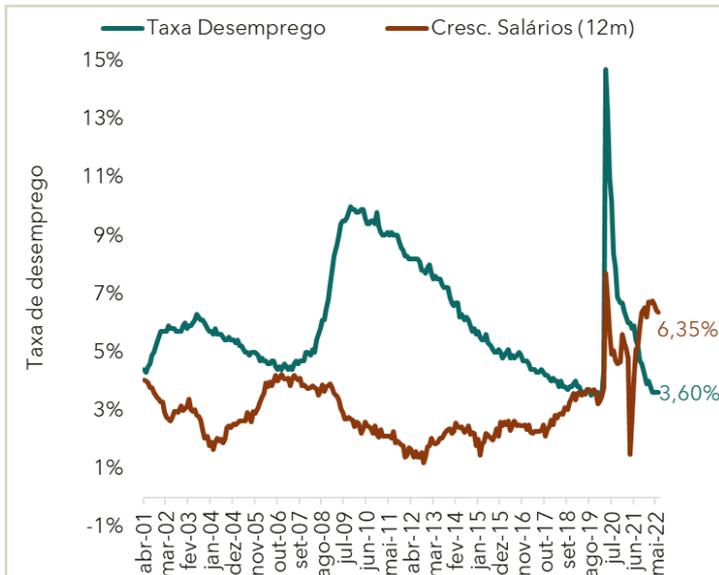


Fonte ISM, Refinitiv e elaboração Investport



Fonte Federal Reserve, Refinitiv e elaboração Investport

Cenário Internacional: Conseguirá o FED entregar um "soft landing" da economia americana?



Fonte Federal Reserve, Refinitiv e elaboração Investport

O índice de inflação americano (CPI) apresentou alta de 9% nos últimos 12 meses. Parte relevante desta alta é explicada por fatores transitórios como a alta das commodities ou a quebra das cadeias de suprimentos. O problema é que mesmo desconsiderando estes fatores transitórios temos um índice muito acima do desejável. A inflação de serviços, mais ligada à atividade econômica, sozinha responde por mais de 3% da inflação e continua crescendo todos os meses. Temos dificuldade em acreditar que o FED conseguirá trazer a inflação de 9% para algo próximo de 2% sem um aumento razoável no desemprego. No último mês, o CPI surpreendeu novamente com alta de 1,3%, acima do esperado pelo mercado. O FED tem sido obrigado a adotar uma postura cada vez mais dura. Em julho elevou os juros novamente em 0,75% para uma taxa de 2,25%.

A China merece especial atenção neste contexto. Enquanto a Europa e outros países desenvolvidos tendem a ter um ciclo econômico muito sincronizado com o americano, a China está em um ponto oposto do ciclo econômico e deve ser um importante contraponto, dando estabilidade à economia global.

Na China, a inflação está controlada e próxima a 2,5% nos últimos 12 meses. A atividade até recentemente estava em queda. A debilidade recente da economia chinesa começou pelo aperto monetário promovido pelo governo em 2021e, mais recentemente, devido à turbulência no mercado imobiliário e aos novos lockdowns (política de Covid Zero).

Com a reabertura chinesa, deveremos assistir a uma melhora substancial da atividade. A produção industrial no último mês subiu de 0,7% de crescimento em 12 meses para 4% e as vendas no varejo de -6,7% para +3,1%. O desemprego também melhorou, passando de 5,9% para 5,5%. Por outro lado, o mercado imobiliário continuou sem mostrar sinais de melhora e sua recuperação é fundamental para a atividade chinesa a longo prazo.

Cenário Brasil: Ambiente razoável e preços muito deprimidos

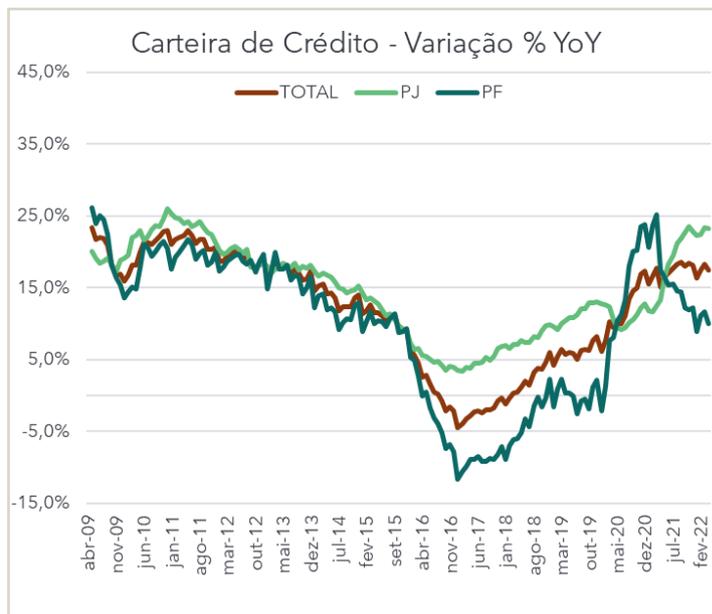
- Eleições devem ser apertadas, mas não vemos um cenário binário
- Atividade continua forte, mas deve mostrar desaceleração favorecendo uma inflação mais baixa
- Ativos brasileiros continuam muito descontados, principalmente os pré-fixados

O Brasil também surfou a melhora de humor dos mercados no exterior, ainda que em menor intensidade. O Ibovespa teve alta de 4,7% e o dólar desvalorizou-se frente ao real. Os títulos pré-fixados tiveram alta um pouco superior ao CDI (próximo de 1,5%). Estamos definitivamente entrando na reta final da corrida eleitoral e os ativos devem começar a responder de maneira mais relevante aos desdobramentos na corrida pela presidência.

Os dados recentes econômicos e pesquisas eleitorais apontam para um cenário cada vez mais apertado entre os dois principais concorrentes, o presidente Bolsonaro e o ex-presidente Lula. A terceira via até hoje não descolou de um número extremamente baixo de intenções de votos e deve permanecer assim. Atualmente as pesquisas apontam para uma diferença entre os dois candidatos entre 10% e 15% no primeiro turno, com vantagem para Lula. Esta diferença vem se estreitando e acreditamos que o movimento deva continuar nesta direção.

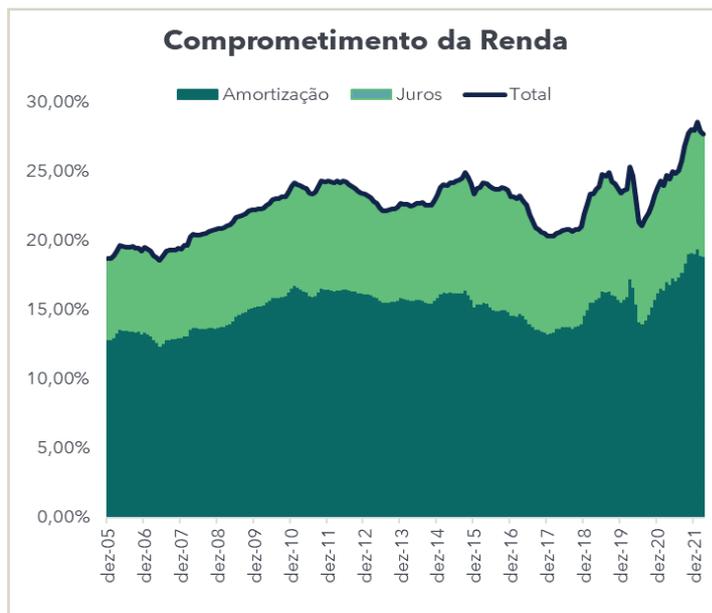
A economia, especialmente o mercado de trabalho, vem surpreendendo positivamente de maneira relevante. A inflação continua elevada, mas começa a dar sinais de que o pior já passou e deverá estar melhor em outubro. Aliado a esta melhora importante das condições econômicas temos um conjunto de "bondades" aprovadas no Congresso recentemente que ainda não apareceram nas pesquisas. O governo diminuiu impostos sobre combustível, telecomunicações e energia elétrica, aumentou o valor do auxílio Brasil para R\$ 600 por mês. E também criou o auxílio caminhoneiro e o auxílio taxista. O custo estimado para todos estes estímulos está na faixa dos R\$ 80 bilhões por ano e deve se traduzir em maior popularidade para o governo, mesmo que no longo prazo possa ter um efeito negativo devido à piora do quadro fiscal que traz.

Por outro lado, vemos uma desaceleração provável da atividade mais para frente no ano, fruto principalmente da alta muito agressiva da Selic e do fim dos estímulos fiscais do pós-pandemia. O Bacen elevou os juros de 2% ao ano para uma taxa final muito próxima de 14% ao ano. O Brasil hoje tem uma das taxas de juros reais mais altas do mundo e é um dos poucos bancos centrais que está próximo do fim do ciclo de alta. Como podemos ver no gráfico ao lado, o crescimento do crédito no Brasil, especialmente para pessoas físicas, começa a mostrar desaceleração e deve continuar com esta tendência.



Fonte BCB, Refinitiv e elaboração Investport

Apesar da melhora importante do mercado de trabalho recentemente, as famílias já estão em situação de endividamento complicado. O comprometimento da renda, parcela dos salários utilizados para se pagar dívida, está muito próximo das máximas históricas. Este patamar está inclusive acima das máximas de 2014-15, quando houve um excesso de estímulo ao crédito e ao endividamento e foi parte da explicação para a forte recessão de 2015-16. A forte alta dos juros deve pressionar ainda mais o comprometimento da renda uma vez que para um mesmo endividamento os custos serão maiores.



Fonte BCB, Refinitiv e elaboração Investport

Cenário Brasil: Ambiente razoável e preços muito deprimidos

O cenário brasileiro não nos parece fácil olhando para o médio prazo. Apesar das expectativas de atividade em alta em 2022, para 2023 as expectativas são de PIB praticamente estável. As eleições trazem maiores incertezas ao comportamento do governo nos próximos 4 anos e o ciclo de aperto monetário nos países desenvolvidos deve trazer maior volatilidade para países emergentes. Então por que não temos uma visão negativa para os ativos brasileiros?

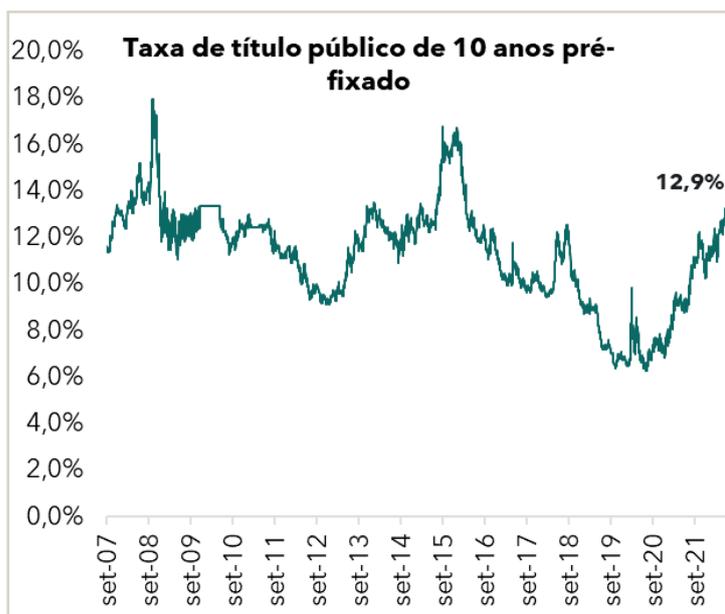
Um bom investimento é fruto principalmente de descompasso entre o que acontecerá e que está atualmente refletido nos preços. Muitas vezes as melhores oportunidades aparecem durante os períodos mais turbulentos, justamente pelo viés dos investidores de perpetuar um cenário particularmente ruim para o futuro distante. Neste sentido, acreditamos que os preços dos ativos brasileiros estão demasiadamente descontados para um cenário que é complicado, mas não catastrófico.

Tomando como exemplo os títulos pré-fixados brasileiros, vemos taxas muito atrativas. Atualmente temos uma economia aquecida, inflação bastante pressionada e um governo que parece despreocupado com a sustentabilidade fiscal, o que seria teoricamente ruim para estes ativos. Mas, os preços atuais perpetuam este cenário de maneira exagerada. Como pode ser visto no gráfico abaixo, os juros estão no patamar mais alto dos últimos 15 anos, com exceção da crise de 2008 e de 2014-15. Em 2008, no exterior discutia-se se seria o fim dos mercados financeiros globais e, em 2014-15 se o Brasil seria capaz de continuar pagando suas dívidas. Nenhum destes dois cenários extremos parece provável hoje, mas os títulos pré-fixados já se aproximam dos preços daquelas épocas.

para os próximos 10 anos (gráfico abaixo). O Bacen caminha nos próximos anos para uma meta de inflação de 3%. Não nos parece razoável que o Bacen não buscará uma inflação próxima à sua meta nos próximos 10 anos.



Fonte Refinitiv e elaboração Investport



Fonte Refinitiv e elaboração Investport

Ainda, é verdade que a inflação continua pressionada e que a atividade mais forte do que o esperado não contribuiu para a queda do IPCA. Mas quando olhamos para os preços novamente encontramos exageros. Os próprios economistas, pela pesquisa Focus, estimam que o IPCA do ano que vem será de 5,3% e que de 2024 em diante estará próximo de 3%. Já nos títulos pré-fixados a expectativa é de 6,2% de inflação ao ano

Performance: Índices e Classes de Ativos

Índices ações globais	Julho	2022	12 meses	36 meses	60 meses
MSCI ACWI	7,02	-14,35	-10,74	8,63	8,41
S&P 500	9,22	-12,58	-5,15	12,85	12,81
MSCI Europe	4,96	-16,42	-15,13	3,71	3,22
MSCI AC Asia Pacific	1,80	-15,50	-17,50	2,83	2,75
MSCI EM	-0,16	-17,61	-20,85	0,98	1,38
MSCI Brazil	5,89	5,57	-20,53	-9,57	-0,51
Índices Renda Fixa global					
Cash	0,08	0,24	0,26	0,55	1,06
U.S. Treasury 7-10 Year Bond	2,98	-7,86	-9,11	-0,02	1,43
U.S. Treasury 20+ Year Bond	2,94	-19,36	-18,79	-1,69	1,30
1-5 US Infln-Lnkd Trsy	1,90	-0,26	0,82	4,09	3,31
1-10 US Infln-Lkd Trsy	3,27	-1,92	-0,91	4,53	3,85
Invest Grade Bonds	2,79	-13,15	-15,25	-1,37	0,44
High Yield Bonds	4,04	-13,51	-14,58	-1,46	0,65
EM USD Gov Bonds	3,20	-16,23	-17,05	-3,69	-0,49
EM local curr Gov Bond	0,06	-20,06	-25,95	-8,66	-5,00
Moedas					
US Dollar Index	1,16	10,35	15,28	2,60	2,58
USD / BRL	-0,95	-7,03	2,37	11,03	10,53
Commodities					
Commodity Index	4,26	23,49	25,62	16,18	8,80
Gold	-2,34	-3,84	-4,31	5,86	5,60
Outros					
Real Estate Index	7,46	-12,89	-9,16	2,09	4,17
Crypto Index	43,80	-54,02	-42,29	41,90	
Bitcoin	26,25	-48,01	-39,68	36,03	54,25
Brasil					
CDI	1,03	6,49	9,41	5,33	5,88
Inflação curta	0,01	6,62	9,71	7,91	9,24
Inflação longa	-1,84	0,16	-4,15	1,45	8,75
Pré-fixado curto	1,21	0,84	-1,00	2,80	7,54
Pré-fixado longo	1,57	-2,89	-6,33	0,31	7,29
Imobiliário	0,66	0,33	-0,17	2,10	6,39
Ibovespa	4,69	-1,58	-17,91	-0,10	9,51



Este material foi elaborado pela Investport e destina-se ao uso exclusivo da pessoa, entidade ou sociedade à qual foi realizada e endereçada. Este material pode conter informação confidencial. Se você não for o destinatário ou a pessoa autorizada a receber material, não pode usar, copiar ou divulgar as informações nele contidas ou tomar qualquer ação baseada nessas informações. Se você recebeu esta material por engano, por favor avise imediatamente o remetente, respondendo ao remetente e em seguida descarte-o. Agradecemos sua cooperação. As informações incluídas nesta material foram obtidas de fontes públicas que acreditamos serem confiáveis e elaboradas de boa fé, mas que não foram checadas de forma independente. Não há garantia expressa ou pública em relação à precisão ou veracidade total ou parcial das informações. As informações e opiniões contidas neste documento foram elaboradas com base em dados disponíveis até o presente momento e estão sujeitas a modificações em função de condições de mercado, sem prévia notificação. Este documento foi elaborado com o objetivo meramente informativo e não deve ser utilizado de forma isolada para a tomada de decisões de investimento. Nenhum investimento deve ser realizado sem a prévia leitura dos documentos cadastrais, prospectos e regulamentos disponíveis nos sites das gestoras parceiras. Ressaltamos que fundos de investimentos não contam com garantia do administrador do Fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de crédito-FGC. Para avaliação da performance que qualquer investimento, é recomendável uma análise de sua performance passada, que no entanto não constitui garantia de rentabilidade futura. As rentabilidades divulgadas não são líquidas de impostos. Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada, não constituindo os documentos previstos na Circular 2958 do Banco Central ou na Instrução CVM 302, nem o prospecto previsto no Código de Auto-Regulação da AN-BID.