

## Cenário Internacional: Dados fortes de atividade e inflação assustam mercados

- Economia dos EUA tem se mostrado mais resiliente do que o esperado
- Discurso mais duro por parte dos bancos centrais traz maiores riscos à frente
- Bolsa não precifica recessão e pode sofrer pressão dos juros mais altos

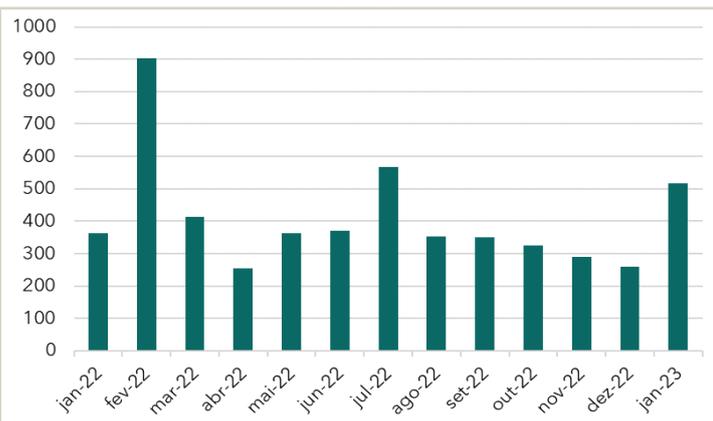
Em fevereiro tivemos uma reversão parcial do bom ambiente macro visto em janeiro. Iniciamos o ano com uma visão otimista por parte dos mercados. O plano de fundo era de uma desaceleração gradual da atividade global junto com números melhores de inflação. O cenário de "soft landing", no qual uma desaceleração moderada da atividade traria uma convergência da inflação para a meta dos bancos centrais, ganhou força. Ao longo do mês passado uma série de indicadores, mais notadamente de inflação e emprego nos EUA, jogou um balde de água fria nestas perspectivas positivas.

Como temos comentado há algum tempo não compartilhamos totalmente desta visão otimista para o ano. A nossa preocupação dá-se principalmente por dois fatores, que abordamos em maior detalhe abaixo:

- *Mercado de trabalho extremamente aquecido nas economias desenvolvidas, particularmente dos EUA*
- *Núcleos de inflação, especialmente serviços e habitação, sem sinal claro de melhora*

Vamos concentrar nossa análise nos números dos EUA por sua relevância para a economia global, mas em maior ou menor intensidade os mesmos problemas acontecem em outras economias desenvolvidas. O mercado de trabalho americano está muito aquecido e a inflação de salários roda entre 4% e 5% ao ano. Estes números não são condizentes com uma inflação próxima de 2% a.a., meta do banco central. Não nos parece que as fortes altas dos salários desaparecerão sem uma alta do desemprego. Em fevereiro tivemos uma geração muito forte de novas vagas, com mais de 500 mil novos postos de trabalho criados. Este número não só é muito forte, como é o mais alto desde julho de 2022.

### Número de novos empregos em milhares - EUA



Fonte US Bureau of Labor Statistics e elaboração InvestPort

Quando olhamos para o número de vagas em aberto, a impressão é semelhante. Não só os números estão muito acima do desejado, como recentemente não apontam mais para uma desaceleração. Os EUA atualmente têm 11 milhões de vagas não preenchidas, aproximadamente 50% a mais do que o pico de 2019 (quando a economia já estava bastante aquecida). Sem uma maior clareza de fraqueza no mercado de trabalho, o Federal Reserve (banco central americano) não deverá mudar o tom duro em relação ao combate à inflação.

### Número de vagas em aberto em milhões - EUA

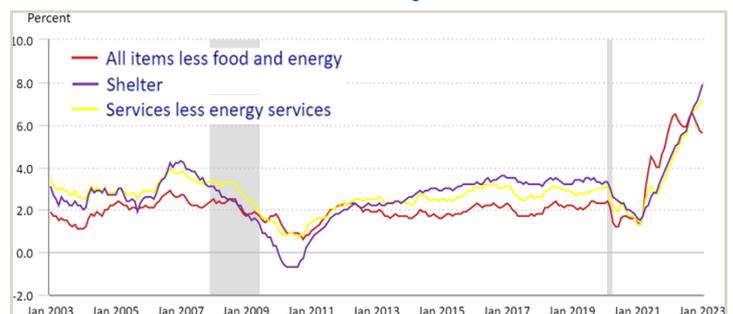


Fonte US Bureau of Labor Statistics e elaboração InvestPort

Em relação à inflação, os últimos dados apontam para uma melhora, mas ela é em boa parte esperada. Itens que foram importantes para a forte alta em 2022 não devem sofrer novas altas e podem até contribuir positivamente. Bens de consumo, afetados pela quebra das cadeias de suprimentos, e commodities, afetadas pela guerra na Ucrânia, devem apresentar estabilidade e possivelmente contribuir para uma desinflação.

Por outro lado a parcela da inflação mais ligada à atividade doméstica, que tem maior peso nas decisões do banco central, não apresenta claro sinal de melhora. Shelter, que mede o custo de habitação, continua pressionado pela forte alta dos preços imobiliários dos últimos anos. Serviços, muito ligado à dinâmica do mercado de trabalho, também não apresentam sinais de melhora contundentes.

### Mudança em 12 meses de subgrupos selecionados do índice de inflação CPI



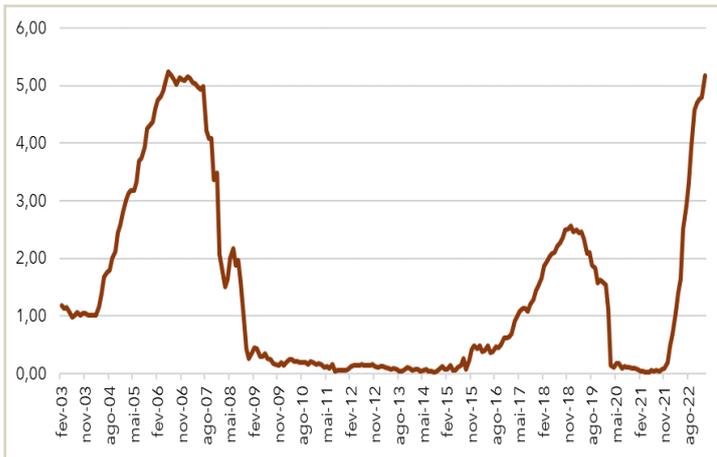
Fonte US Bureau of Labor Statistics

O banco central americano continuou subindo os juros em fevereiro, com mais 0,25%. A taxa está atualmente em 4,75%

## Cenário Internacional: Dados fortes de atividade e inflação assustam mercados

a.a. Com esta série de dados fortes do mês passado os mercados voltaram a considerar mais altas de juros neste ano, inclusive com uma reaceleração no ritmo de altas para 0,5% na próxima reunião do FOMC (dia 22 de março). As taxas de juros 6 meses à frente estão agora acima de 5% ao ano (gráfico abaixo) e no mais alto patamar dos últimos 20 anos.

### Taxas de juros dos títulos públicos de 6 meses - EUA

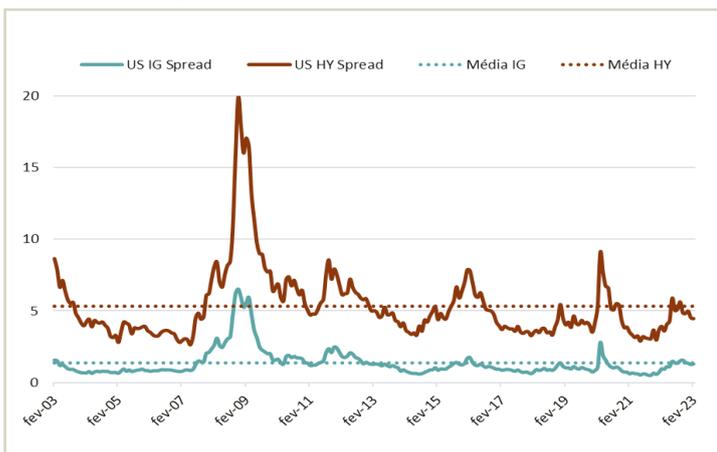


Fonte Morningstar e elaboração InvestPort

Passamos atualmente pelo maior e mais rápido aperto de condições monetárias das últimas décadas. A velocidade e intensidade do aperto fazem com que os riscos de erros cresçam. A política monetária funciona com longa defasagem, geralmente acima de 12 meses, e ainda não vimos os efeitos totais destas fortes mudanças.

Quando olhamos para os preços nos mercados parece haver uma certa complacência, ou ao menos baixa preocupação com os riscos comentados acima. Tanto os spreads de crédito (diferença entre a taxa do título de crédito em relação ao título público) quanto o *equity risk premium* (retorno esperado da renda variável acima do retorno do título público) encontram-se abaixo de suas médias de longo prazo. Os baixos prêmios indicam um mercado relativamente otimista.

### Spread de crédito de títulos (grau investimento e especulativo)



Fonte Morningstar e elaboração InvestPort

### Equity Risk Premium do S&P 500



Fonte Morningstar e elaboração InvestPort

## Cenário Brasil:

### Ruído político mascara a melhora dos dados econômicos

- Novidades do governo continuam afetando negativamente os mercados
- PIB do quarto trimestre de 2022 confirma tendência de desaceleração da atividade
- Ativos de risco estão baratos, mas continuam a sofrer

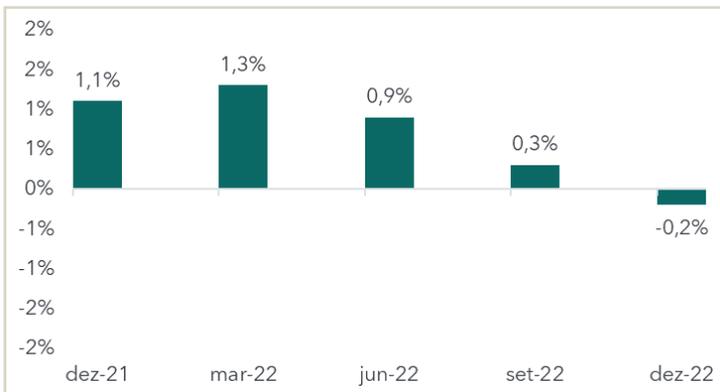
Diferente do que vimos no exterior, fevereiro seguiu a tendência que vimos em janeiro. A atividade e a inflação continuam desacelerando e o novo governo insiste em um discurso de aparente descaso com as contas públicas, afetando negativamente as expectativas.

Ao longo de fevereiro, o governo diminuiu um pouco o tom das críticas ao banco central, mas voltou a falar sobre aumento relevante de gastos. O presidente falou sobre ajuste na tabela do imposto de renda, com isenção para pessoas que recebem até R\$ 5 mil por mês. Esta mudança geraria uma perda de arrecadação anual da ordem de R\$ 140 bilhões, próximo do efeito da PEC da Transição para este ano. Até agora, nenhuma proposta de aumento de gastos foi acompanhada de aumento de despesas ou corte de custos equivalente. Outro tema discutido foi o aumento do salário-mínimo, que tem impacto muito negativo nas contas públicas. Muitas despesas, como piso da previdência, são indexadas ao salário-mínimo.

O ministro da economia Fernando Haddad até conseguiu a sua primeira vitória, com recomposição parcial dos impostos federais sobre combustíveis, mas não foi suficiente para acalmar as expectativas. O governo antecipou o anúncio do novo arcabouço fiscal para março. Esta é uma oportunidade para dar tranquilidade aos mercados, mas caso o plano não seja crível poderemos ter uma nova rodada de piora das expectativas.

Com relação aos dados econômicos, as novidades continuam apontando para um cenário positivo, no qual a fraqueza da atividade ajudaria no combate à inflação e faria com que o banco central pudesse cortar juros. Tivemos a divulgação do PIB do quarto trimestre de 2022. O crescimento em 2022 foi de 2,9%, mas com contração no trimestre.

#### Crescimento do PIB trimestral - Brasil



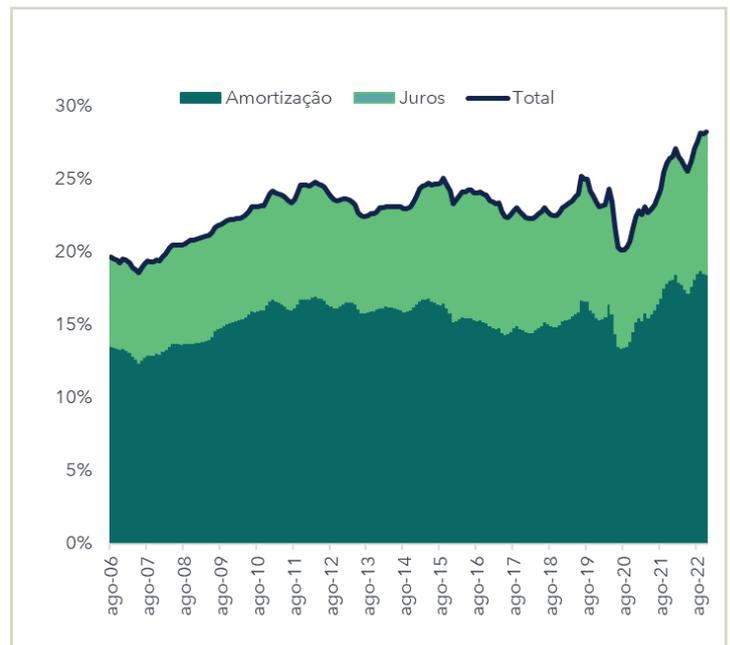
Fonte BCB e XP e elaboração InvestPort

Como pode ser visto acima temos uma clara tendência de desaceleração. O ano de 2022 foi muito positivo, principalmente por conta do setor de serviços e do consumo das famílias fruto da reabertura da economia pós-covid e do forte mercado

de trabalho.

O consumo, motor do crescimento em 2022, deve perder força em 2023. Como apresentado no último relatório, o mercado de trabalho enfraqueceu e não devemos ter geração relevante de emprego daqui para a frente. O consumidor está bastante endividado em um ambiente de juros extremamente alto. Atualmente, praticamente 30% da renda média do brasileiro é usada para pagar dívidas, um recorde histórico.

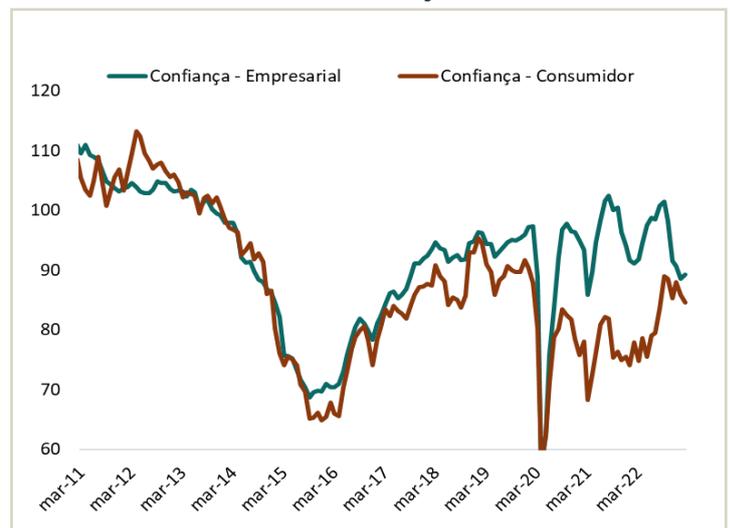
#### Comprometimento da renda - Brasil



Fonte BCB e elaboração InvestPort

A desaceleração da atividade, a inflação ainda alta e o forte aumento da incerteza vêm minando a confiança no Brasil, tanto do empresário quanto do consumidor. Os índices de confiança continuam a cair e apontam para um cenário desafiador em 2023.

#### Índices de confiança - Brasil

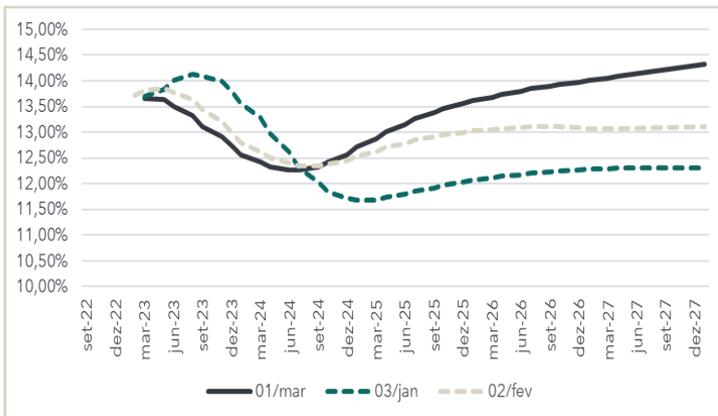


Fonte FGV e elaboração InvestPort

## Cenário Brasil: Ruído político mascara a melhora dos dados econômicos

A dicotomia entre os preços bastante depreciados dos ativos brasileiros e os dados macroeconômicos correntes continua. A forte incerteza não afeta somente o preço dos ativos financeiros. Como pode ser visto abaixo, a alta das expectativas dos juros futuros encarecem o crédito e trazem um efeito de aperto adicional nas condições monetárias. Mesmo que o banco central não continue a aumentar os juros, teremos um aumento do efeito contracionista na economia.

Expectativa futura para a taxa Selic - Brasil

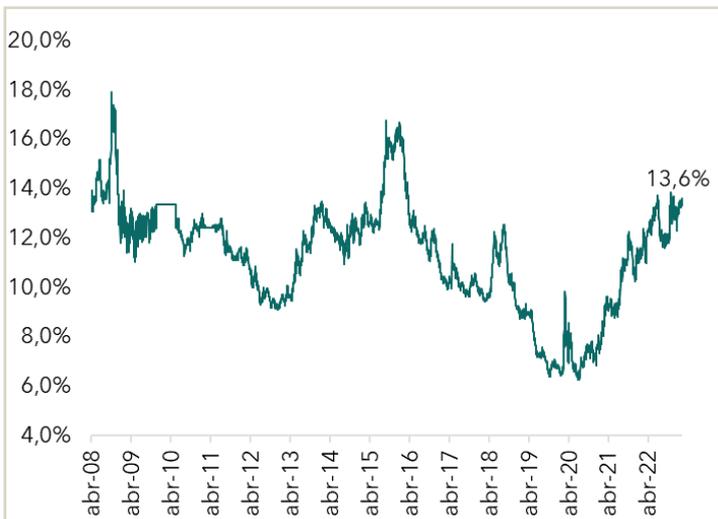


Fonte Bloomberg e elaboração InvestPort

Os juros atualmente estão extremamente altos e temos a impressão de que o efeito na economia pode estar sendo subestimado. Os juros hoje estão próximos às taxas de 2015. Naquela época, os juros altos aliados a outros fatores, causaram a maior queda acumulada do PIB em mais de 100 anos. Não acreditamos que este cenário volte a repetir, mas os juros altos são um forte freio à atividade.

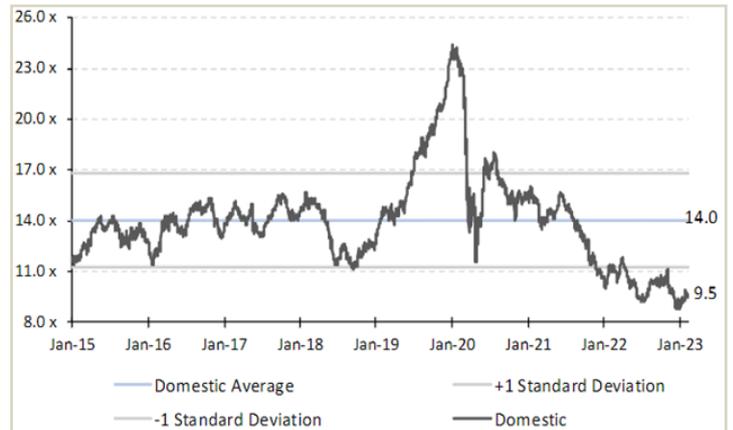
Os ativos de risco devem continuar baratos enquanto o ruído político for grande. Não temos como prever quando que este cenário irá reverter, mas historicamente *valuations* baixos como os atuais representaram oportunidades.

Taxas de juros pré-fixadas de 10 anos - Brasil



Fonte Refinitiv e elaboração InvestPort

Múltiplo de preço/lucro das empresas domésticas - Brasil



Fonte BTG

## Performance: Índices e Classes de Ativos

Índices ações globais	fevereiro	janeiro	2023	12 meses	36 meses	60 meses
MSCI ACWI	-2,83	7,19	4,16	-7,80	9,32	6,35
S&P 500	-2,44	6,28	3,69	-7,69	12,16	9,82
MSCI Europe	-0,61	8,69	8,03	-0,44	8,95	4,24
MSCI AC Asia Pacific	-5,84	7,87	1,56	-10,80	3,13	0,35
MSCI EM	-6,48	7,91	0,92	-14,91	1,34	-1,50
MSCI Brazil	-9,19	6,47	-3,31	-8,79	-5,34	-4,58

Índices Renda Fixa global	fevereiro	janeiro	2023	12 meses	36 meses	60 meses
Cash	0,35	0,31	0,66	2,19	0,84	1,32
U.S. Treasury 7-10 Year Bond	-3,21	3,18	-0,13	-12,66	-5,23	0,47
U.S. Treasury 20+ Year Bond	-4,92	6,89	1,63	-25,38	-11,57	-0,96
1-5 US Infln-Lnkd Trsy	-0,59	0,70	0,11	-4,26	1,97	2,58
1-10 US Infln-Lkd Trsy	-1,15	1,36	0,19	-6,93	1,36	2,82
Invest Grade Bonds	-3,21	4,01	0,67	-11,68	-4,12	-0,43
High Yield Bonds	-1,89	4,18	2,21	-6,21	-0,64	0,86
EM USD Gov Bonds	-2,20	3,11	0,84	-8,20	-4,52	-0,41
EM local curr Gov Bond	-2,15	3,99	1,75	-6,99	-6,20	-4,73

Moedas	fevereiro	janeiro	2023	12 meses	36 meses	60 meses
US Dollar Index	2,72	-1,38	1,30	8,44	2,24	2,97
USD / BRL	2,13	-2,27	-0,19	1,33	5,00	9,93

Commodities	fevereiro	janeiro	2023	12 meses	36 meses	60 meses
Commodity Index	-4,70	-0,49	-5,17	-4,72	15,52	5,27
Gold	-5,24	6,02	0,47	-3,96	3,98	5,67

Outros	fevereiro	janeiro	2023	12 meses	36 meses	60 meses
Real Estate Index	-4,27	8,89	4,23	-14,05	-0,09	3,10
Crypto Index	0,34	42,12	42,61	-47,28	41,68	1,74
Bitcoin	0,77	39,57	40,65	-44,17	39,11	16,96

Brasil	fevereiro	janeiro	2023	12 meses	36 meses	60 meses
CDI	0,92	1,12	2,05	13,00	6,92	6,55
Inflação curta	1,41	1,40	2,82	11,57	8,02	9,25
Inflação longa	1,17	-1,26	-0,11	4,86	0,45	7,72
Pré-fixado curto	0,79	0,57	1,36	7,85	2,83	7,29
Pré-fixado longo	-0,06	-0,26	-0,32	3,67	-0,27	6,68
Imobiliário	-0,45	-1,60	-2,05	2,45	-1,78	3,97
Ibovespa	-7,49	3,37	-4,38	-7,26	0,24	4,22



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 ANBID.