

RELATÓRIO MACRO

INFLAÇÃO, RECESSÃO E POLÍTICA FISCAL: OS TRÊS PRINCIPAIS *DRIVERS* PARA 2023

Inflação. Após o terceiro trimestre registrar a maior deflação desde a criação do Plano Real, o IPCA voltou para o campo positivo e fechou outubro com variação de 0,59%. No resto do mundo, a inflação americana parece ter chegado ao pico, todavia, segue como um desafio para o *Federal Reserve*, que se viu obrigado a elevar a taxa de juros para patamares não vistos há mais de uma década e manter a política monetária contracionista ao longo de 2023. Na Europa, a crise energética advinda da guerra entre Rússia e Ucrânia impõe mais dificuldade para os *policy makers*, que precisam impor mais aperto monetário em uma região que possui problemas de crescimento.

Recessão. Apesar de o Brasil apresentar crescimento robusto, os países desenvolvidos ocidentais e a China passam por um momento de desaceleração econômica. Nos Estados Unidos, o *Fed* adota um tom *hawkish* para frear a inflação e corre grande risco de colocar o país em uma recessão. Enquanto isso, a crise energética na Europa juntamente com a política contracionista do BCE e a instabilidade política do Reino Unido certamente devem mergulhar o continente em uma recessão mais severa que nos Estados Unidos. Do lado da China, a crise de liquidez enfrentada pelo setor imobiliário ainda não parece ter chegado ao seu pior momento e a tendência do governo chinês de colocar os interesses geopolíticos acima da economia eleva o risco de médio e longo prazo.

Política Fiscal. O tema voltou ao radar dos investidores após a vitória do ex-presidente Lula, onde ele já havia sinalizado diversas vezes a intenção de aumentar os gastos sociais em detrimento da sustentabilidade do endividamento público, todavia, se esperava uma guinada ao centro ao fim do período eleitoral, que ainda não aconteceu.

A saída de economistas mais ortodoxos da equipe de transição, como o ex-ministro Henrique Meirelles, eleva o temor do mercado quanto à situação fiscal brasileira para os próximos anos.

INFLAÇÃO NOS EUA AINDA NÃO CEDEU, PORÉM ATINGE SEU PICO

Apesar do resultado melhor que o esperado no mês de outubro (0,44% efetivo vs 0,60% consenso), o CPI ainda está em 7,76% no acumulado dos últimos 12 meses, bem acima da meta de 2%. O que traz uma preocupação maior quanto ao núcleo do CPI (que exclui alimentação e energia), por ainda estar em patamares elevados, de forma a demonstrar resiliência frente ao aperto monetário promovido pelo *Fed*.

O principal responsável pela queda do índice nos últimos 12 meses foi o grupo de energia, impactado pela forte redução do preço do petróleo registrada no terceiro trimestre. Contudo, em outubro, o resultado voltou para o campo positivo após cortes na produção de petróleo promovidos pelos países membros da Opep+.

Resultado CPI out/22	(%) No mês			(%) Em 12 meses		
	ago/22	set/22	out/22	ago/22	set/22	out/22
CPI	0,12	0,39	0,44	8,25	8,22	7,76
Núcleo CPI	0,57	0,58	0,27	6,32	6,66	6,31
Componentes do CPI						
Serviços	0,58	0,79	0,51	6,08	6,67	6,75
Habitação	0,69	0,75	0,75	6,25	6,60	6,91
Alimentos e Bebidas	0,79	0,78	0,60	11,36	11,24	10,94
Saúde	0,77	0,99	(0,60)	5,65	6,51	5,45
Veículos Novos	0,84	0,67	0,37	10,05	9,40	8,39
Vestuário	0,21	(-0,29)	(0,69)	5,03	5,46	4,10
Veículos Usados	(0,10)	(-1,07)	(2,42)	7,78	7,18	2,03
Transportes	0,51	1,90	0,80	11,38	14,59	15,28
Energia	(5,02)	(-2,11)	1,80	23,91	19,87	17,65

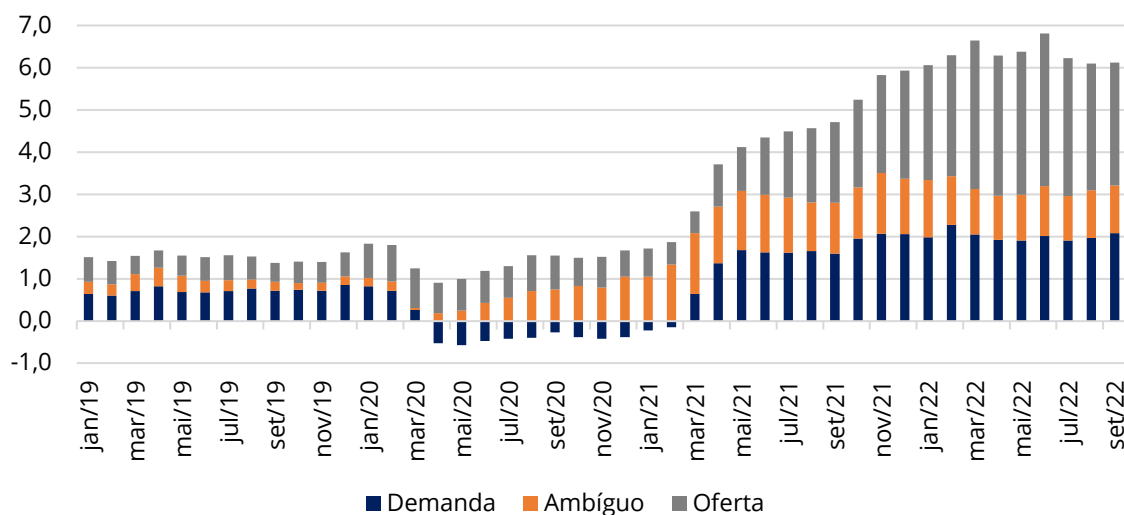
Fonte: BLS, Bloomberg e BTG Pactual

FEDERAL RESERVE AINDA TEM MUITO TRABALHO A FAZER

Quando se observa o nível de ajuste necessário que o Banco Central americano precisará exercer, é possível inferir que ainda está bem longe do fim do aperto monetário.

O gráfico abaixo traz o impacto da demanda e da oferta de bens e serviços no PCE (principal indicador de inflação acompanhado pelo *Fed*). Vale ressaltar que o único componente que um Banco Central consegue influenciar é a demanda por meio do controle da política monetária e da taxa de juros. Sendo assim, é possível verificar que no período pré-pandemia o impacto da demanda no PCE era inferior a 1%, onde permaneceu ao longo do auge da pandemia até abril de 2021.

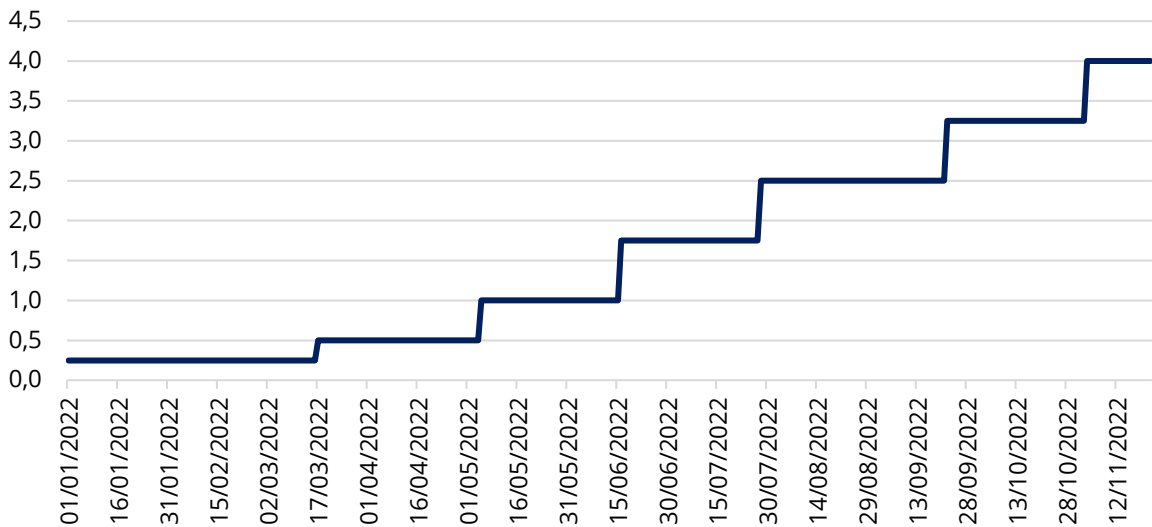
COMPOSIÇÃO DO PCE POR OFERTA E DEMANDA



Fonte: *Federal Reserve Bank of San Francisco*

Em seguida, o que se afere é a aceleração do componente da demanda dentro da inflação, ficando acima de 2%. Dessa maneira, é possível constatar que não foi somente as restrições de oferta ocasionadas pela pandemia que trouxeram o fenômeno da inflação de volta ao mundo desenvolvido, mas também a forte expansão monetária exercida pelo *Fed*. Portanto, a autoridade monetária ainda tem muito trabalho a fazer para conter a demanda agregada, mesmo após as altas de juros já promovidas neste ano (ver gráfico abaixo).

FED FUNDS RATE (LIMITE SUPERIOR)

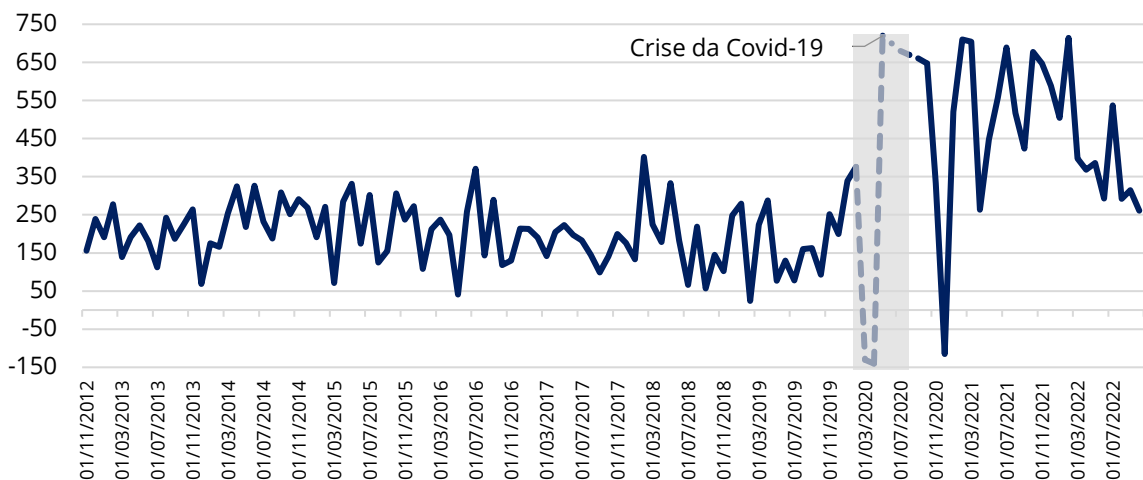


Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System e Federal Reserve Bank of St Louis

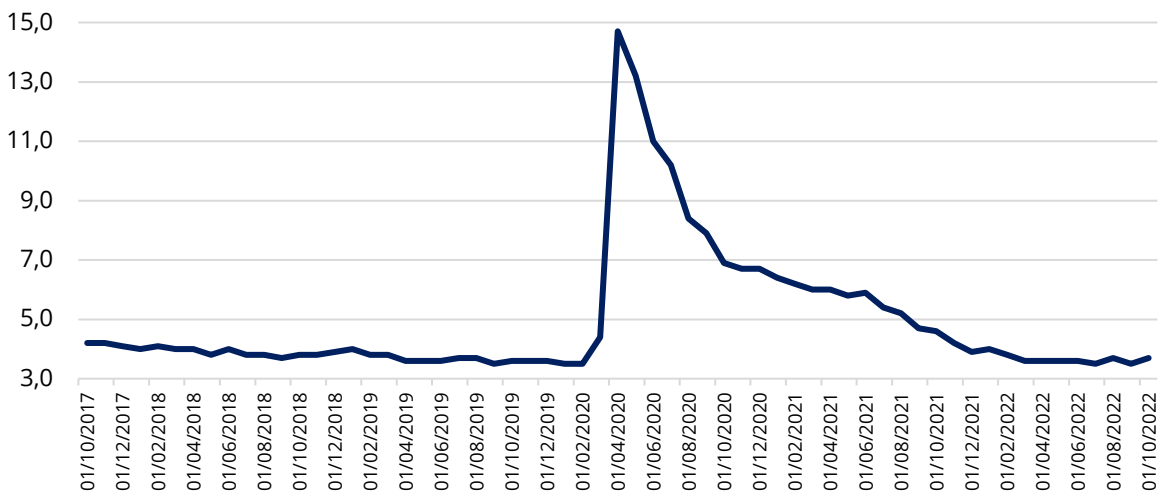
O atual nível da demanda é sustentado pelo mercado de trabalho ainda bastante aquecido, sendo evidenciado pelos dados do *payroll* de outubro de 2022, que trouxeram a manutenção da taxa de desemprego em patamares baixos e a criação de novas vagas ainda muito acima da média histórica (261k vs 155k), apesar do arrefecimento de ambos os itens.

Vale lembrar que um mercado de trabalho aquecido tende a pressionar a inflação tanto pelo lado da demanda quanto no da oferta, visto que a disputa por mão de obra traz consigo uma elevação do salário nominal, o qual será parcialmente utilizado para consumo, e a escassez de trabalhadores afeta o nível de produção.

PAYROLL



TAXA DE DESEMPREGO (EM %)

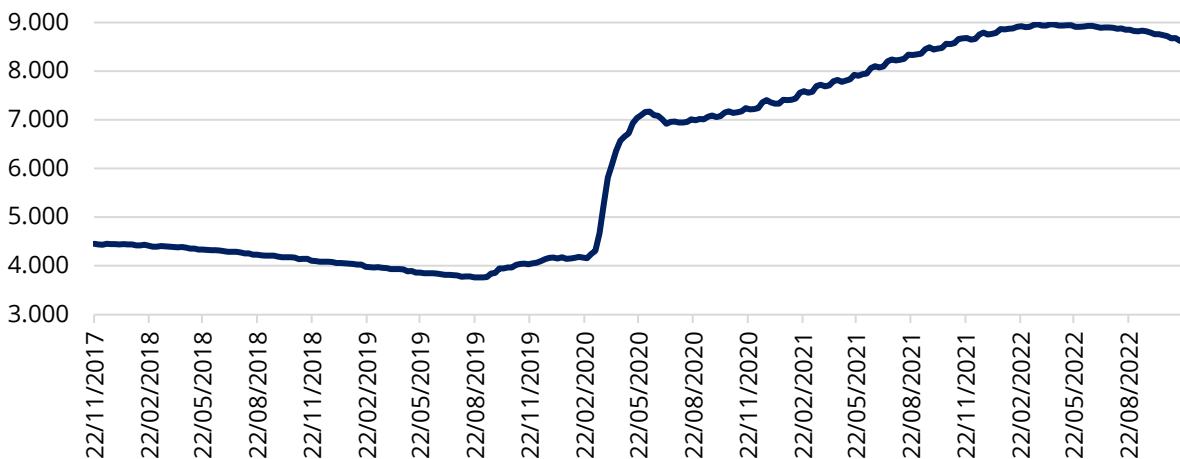


Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System e Federal Reserve Bank of St Louis

Também é importante observar que, mesmo com o aumento da taxa de juros e com a possível elevação na taxa de desemprego, a liquidez monetária no mercado ainda é muito elevada, o que permite que em alguns períodos as ações americanas tenham um “mini rally” e os *spreads* de crédito sejam reduzidos.

Esse fator ainda se deve em parte pela grande quantidade de títulos de dívida soberana e hipotecários que estão no balanço do Fed (ver gráfico abaixo). Mesmo com o processo de redução do balanço em torno de US\$ 95 bilhões mensais iniciado em julho, o ajuste ainda está no início e deve retirar cerca de US\$ 3 trilhões do mercado financeiro até o final de 2025, presumindo que siga o mesmo ritmo.

BALANÇO DO FED (EM US\$ BILHÕES)

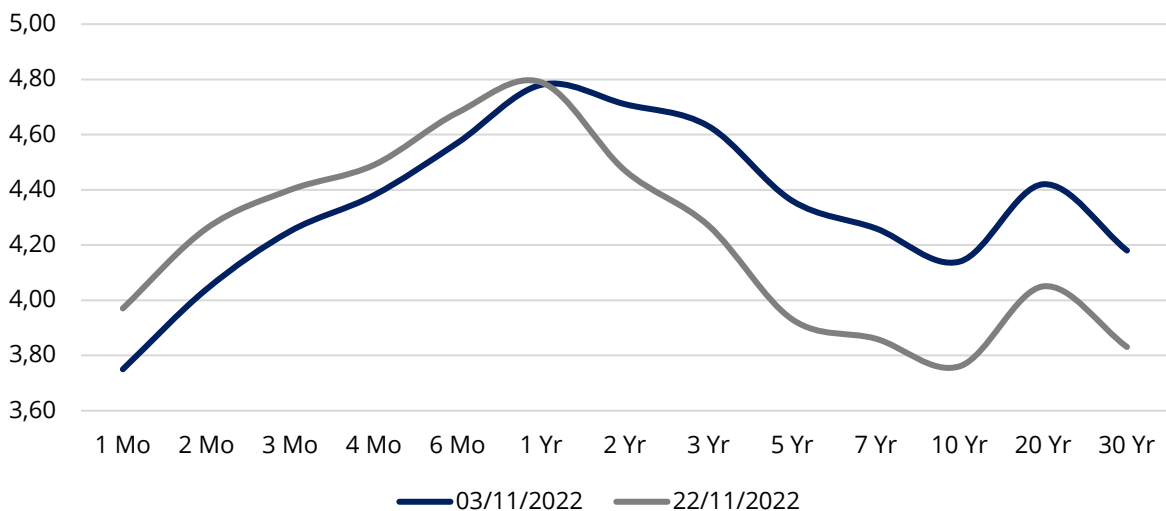


Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System e Federal Reserve Bank of St Louis

CURVA DE JUROS FECHOU, MAS SINALIZAÇÃO DO *FED* INDICA QUE O APERTO MONETÁRIO DEVE CONTINUAR

Na última reunião do *FOMC*, o presidente da autoridade monetária, Jerome Powell, sinalizou que pretende reduzir o ritmo de alta de juros de 0,75 p.p. para 0,50 p.p., movimento que animou o mercado e trouxe fechamento da curva de juros. Todavia, Powell afirmou que vai manter a taxa de juros em patamares elevados por mais tempo e que a previsão para a taxa terminal de 2023 está maior do que a divulgada em setembro, que ficou entre 4,50% e 4,75%. Dessa forma, a expectativa é que ao final do próximo ano ela esteja entre 5% e 5,5%.

CURVA DE JUROS PRÉ - EUA



Fonte: *US Department of the Treasury*

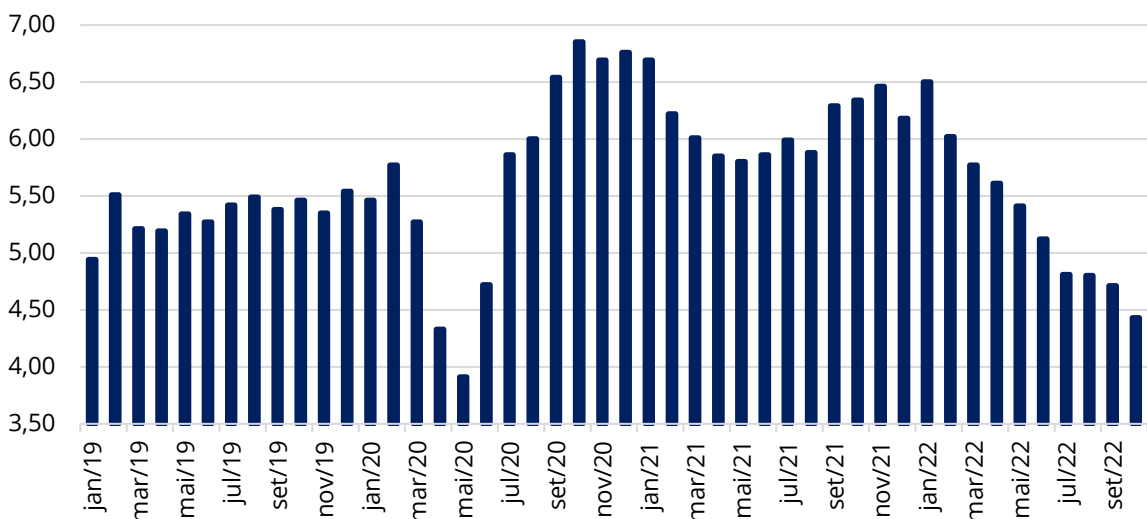
O gráfico acima traz a visão do mercado antes e depois da última decisão do *Fed* e demonstra que o mercado ficou mais otimista com relação ao arrefecimento da inflação, devido ao discurso de redução no ritmo de alta de juros, porém, ainda não existem evidências concretas disto, visto que o banco central americano sinalizou uma taxa acima de 5%, o que ainda não está precificado na curva e que o balanço de risco pende para o lado mais *hawkish*, pois a “dor” da desancoragem das expectativas inflacionárias é maior que a de uma recessão que pode ser combatida de maneira mais simples.

RECESSÃO NOS EUA?

Muito se especula sobre uma possível recessão nos EUA, devido a políticas monetárias mais contracionistas e porque a economia americana, de fato, demonstra desaceleração em alguns setores, principalmente no setor imobiliário, que é mais vulnerável aos ciclos econômicos.

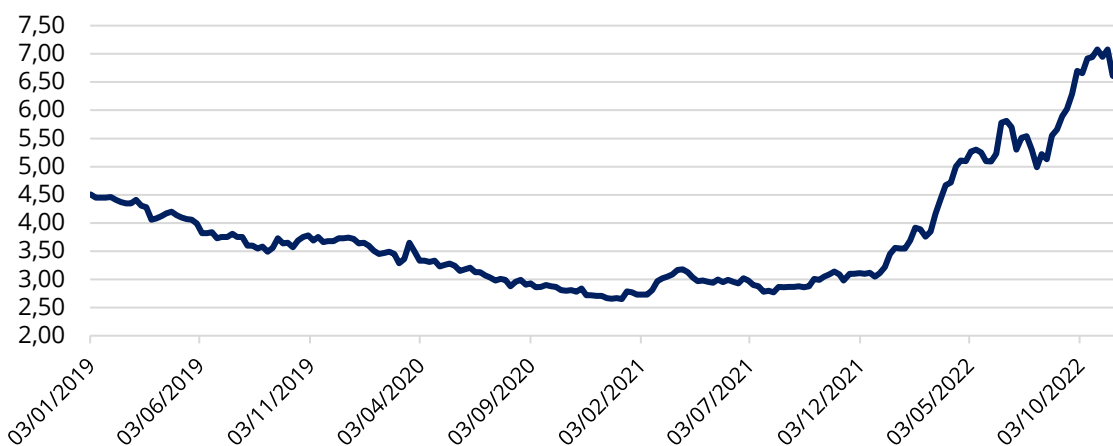
Abaixo é possível verificar a forte redução no número de vendas de imóveis, que está em níveis bem abaixo do período pré-pandemia, onde grande parte dessa redução advém da alta da inflação e da taxa de juros da hipoteca.

EXISTING HOME SALES
(EM MILHÕES DE UNIDADES)



Fonte: National Association of Realtors

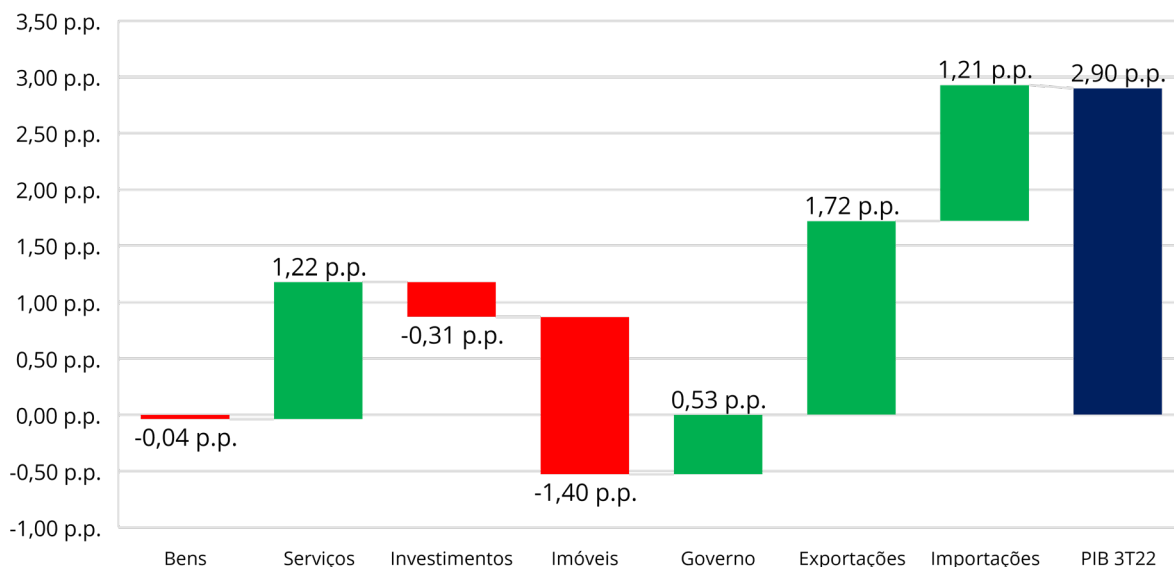
30-YEAR FIXED RATE MORTGAGE AVERAGE IN THE UNITED STATES (EM %)



Fonte: Freddie Mac

O enfraquecimento na atividade imobiliária já é sentido nos dados de PIB. No primeiro trimestre de 2022, o componente imobiliário enfraqueceu 3,1% e, logo em seguida, apresentou variação negativa de 17,8% e 26,4%, respectivamente.

COMPOSIÇÃO DO PIB - 3T22

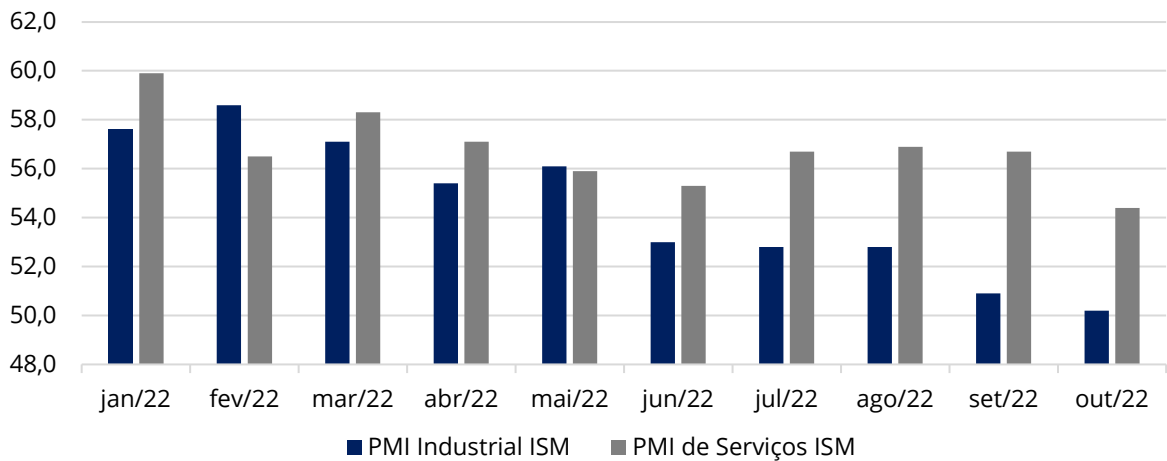


Fonte: *Bureau of Economic Analysis*

O gráfico acima mostra que a parte imobiliária da economia americana foi o principal vetor de baixa no resultado trimestral. Os outros destaques negativos vêm do consumo do setor automobilístico, de alimentação e energia, além do acúmulo de estoques, que também impacta negativamente o PIB do país.

Outro setor que está perto de entrar em níveis contracionistas é o setor industrial, que recuou de 50,9 pontos para 50,2 pontos no índice de gerente de compras do ISM. Vale ressaltar que qualquer dado abaixo de 50 pontos indica contração do setor e que, normalmente, o recuo da indústria precede uma recessão no restante da economia. Entretanto, o setor de serviços segue sua tendência de crescimento robusto, apoiado pelo mercado de trabalho extremamente aquecido.

PMI ISM - EUA



Fonte: *Institute for Supply Management e Investing*

Os dados de atividade econômica, inflação e o discurso do presidente do *Fed* nos levam a crer que os EUA devem entrar em recessão já em 2023, uma vez que a política monetária restritiva por parte do banco central americano deve continuar até que o processo desinflacionário seja mais evidente ou caso haja algum risco à sustentabilidade do sistema financeiro, então, até esse momento, o Banco Central do país deve direcionar a economia rumo à recessão.

FED FUNDS RATE ALTA DEVE MANTER O DÓLAR FORTE A NÍVEL GLOBAL

Nas últimas semanas, o dólar recuou frente às principais moedas do mundo dada a postura um pouco mais *dovish* do *Fed* e devido à retomada do apetite ao risco por parte dos investidores, conforme evidenciado no gráfico abaixo.

ÍNDICE DÓLAR



Fonte: *Investing*

Entretanto, o dólar ainda possui vantagem sobre as moedas das principais economias do mundo e enfrenta desafios diferentes que, no geral, tendem a valorizar a moeda americana. A expectativa é que o dólar continue valorizado frente ao euro, pois a Zona do Euro passa por um processo inflacionário mais intenso que nos EUA, visto que a crise energética eleva os preços de energia, impactando diretamente a atividade econômica do continente, dada a forte dependência de processos industriais intensivos em energia.

Portanto, o BCE (Banco Central Europeu) permanece em um impasse, pois existe a necessidade de elevar a taxa de juros no curto prazo, porém, a desaceleração econômica e o alto endividamento de alguns países-membros, que deve crescer com o aumento das despesas que os governos têm imposto para amenizar a alta nos preços da energia, trazem um pessimismo do mercado quanto à capacidade do BCE de manter a postura *hawkish* por muito tempo, dessa forma, o dólar se sobressai ao euro.

Já para a libra, os desafios são bem parecidos com aqueles enfrentados pelo euro, já que o Reino Unido também passa por situação delicada, devido à instabilidade política, onde o pacote anunciado pela ex-ministra Liz Truss, que visava redução de impostos, derrubou os mercados e fez com que a libra se desvalorizasse e os juros disparassem, obrigando o *BoE (Bank of England)* a intervir no mercado de câmbio e de títulos. A expectativa é de fortalecimento do dólar frente à libra.

Por último, o iene deve ser a moeda de um país desenvolvido que mais se manterá desvalorizada, dado que o *BoJ (Bank of Japan)* insiste em uma política de taxa de juros negativa, sem perspectiva de mudança, na contramão das políticas adotadas pelos Bancos Centrais das nações mais desenvolvidas do mundo.

S&P 500 AINDA TEM ESPAÇO PARA CORREÇÕES

Apesar da queda superior a 16% no fechamento no dia 30 de novembro aos 4.080,11 pontos, entendemos que ainda exista espaço para mais uma correção no S&P 500 (principal índice acionário americano), devido à projeção de crescimento dos lucros das empresas listadas no índice para o próximo ano, que está em 5,7%, segundo dados da *FactSet* e considerando o atual patamar do múltiplo Preço/Lucro de 17x. Dessa forma, o S&P 500 teria margem para correção até os 4 mil pontos.

Contudo, a expectativa é de que 2023 seja um ano recessivo para os EUA, logo supor um crescimento de 5,7% nos lucros em 2023 parece ser bastante otimista frente ao cenário macroeconômico. Sendo assim, não seria fora da realidade trabalhar com uma taxa de crescimento de lucro mais próxima da estabilidade e o múltiplo recuar para um valor mais próximo a 15-16x.

		Price to Earnings Ratio					
		20,0	19,0	18,0	17,0	16,0	15,0
Growth Rate 2023	5,7%	4.674,48	4.440,75	4.207,03	3.973,31	3.739,58	3.505,86
	4,5%	4.621,41	4.390,34	4.159,27	3.928,20	3.697,13	3.466,06
	3,0%	4.555,07	4.327,32	4.099,56	3.871,81	3.644,06	3.416,30
	1,5%	4.488,74	4.264,30	4.039,86	3.815,43	3.590,99	3.366,55
	0,0%	4.422,40	4.201,28	3.980,16	3.759,04	3.537,92	3.316,80
	-1,5%	4.356,06	4.138,26	3.920,46	3.702,65	3.484,85	3.267,05
	-3,0%	4.289,73	4.075,24	3.860,76	3.646,27	3.431,78	3.217,30
	-4,5%	4.223,39	4.012,22	3.801,05	3.589,88	3.378,71	3.167,54
	-6,0%	4.157,06	3.949,20	3.741,35	3.533,50	3.325,64	3.117,79

Elaboração: LEMA

A partir da tabela, acima infere-se que, na pior hipótese dentro do cenário-base, o S&P 500 cairia para 3.267,05 pontos, correção de 18,87%. Enquanto isso, um cenário mais favorável aponta para queda de 10,83% aos 3.590,99 pontos.

Vale lembrar que na elaboração do cenário não foi considerada a possibilidade do *Fed* voltar atrás com seu *guidance*. Caso essa hipótese seja concretizada, a expectativa é que as perdas sejam menores.

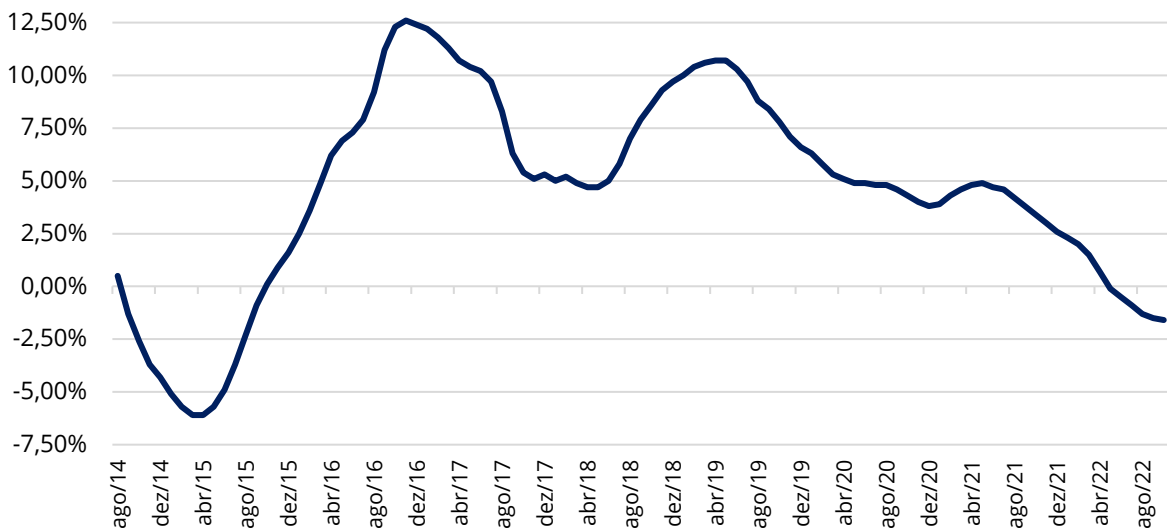
CHINA AINDA É INCÓGNITA

O país asiático, que outrora foi o grande responsável pelo *boom* de *commodities* nos anos 2000, se tornou uma incógnita do ponto de vista político e econômico. A meta de crescimento de 5,5% no PIB chinês para 2022 ficou comprometida pela crise imobiliária e pela política de tolerância zero contra a Covid-19, que superaram a política econômica expansionista do governo do país.

As medidas sanitárias contra a Covid-19, que inclusive foram alvo recente de manifestações, consistem no fechamento total de fábricas, distritos, caso haja um único caso positivo. Dessa forma, diversas empresas ocidentais que possuem plantas fabris no país asiático tiveram problemas na sua cadeia produtiva, como é o caso da *Apple*. A política mais restritiva também impactou a demanda interna, o que pode ser evidenciado com a redução da confiança do consumidor.

Outro ponto de pressão sobre a economia chinesa, é a crise do setor imobiliário, que se alavancou bastante nos últimos anos. Todavia, a demanda não acompanhou o aumento na oferta, evidenciando que o que movimentava o mercado imobiliário eram especuladores. Entretanto, a repressão ao setor privado por parte do governo chinês em 2021, com a icônica frase “*casas são para morar, não para especular*”, fez com que o preço dos imóveis sofressem forte redução, registrando atualmente variação negativa, algo que não ocorria desde 2015.

PREÇO DOS IMÓVEIS (VARIAÇÃO ANUAL)



Fonte: *National Bureau of Statistics of China e Investing*

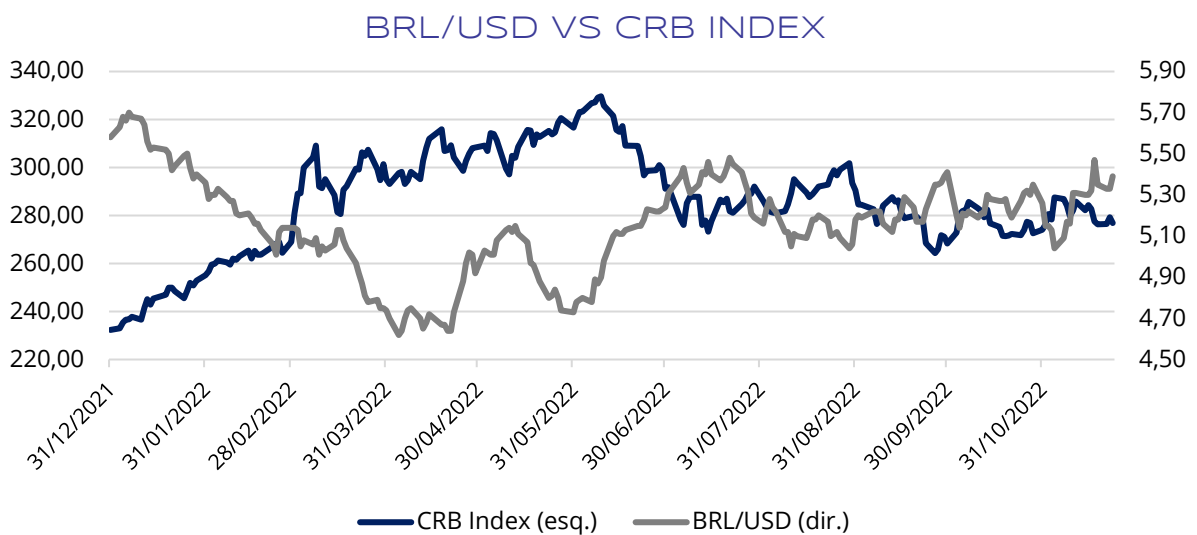
A produção do país não resistiu à degradação do setor, e a China vê o seu PIB subir ao menor valor desde o início da série histórica. Vale salientar que a China é o principal importador de *commodity* do mundo e que as restrições no país ajudaram a segurar parcialmente a valorização de produtos como minério de ferro e petróleo. Desta forma, o retorno das atividades do país pode dar novo impulso às *commodities*.

COMMODITIES E JUROS PODEM SEGURAR O DÓLAR FRENTE AO REAL. RISCO FISCAL VOLTA AO RADAR COMO FATOR ALTISTA

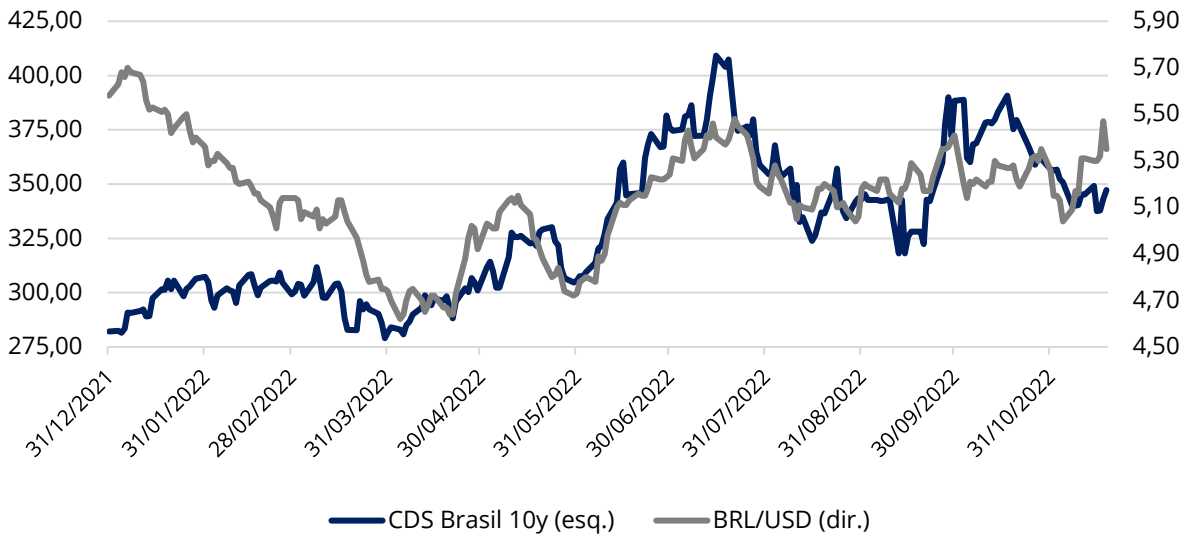
Ao longo de 2022, a trajetória do dólar frente ao real foi bastante volátil, onde a moeda americana saiu de R\$ 5,58 para mínima de R\$ 4,62 antes de voltar para a casa dos R\$ 5,30. No ano, a variação corresponde à desvalorização de 4,84%.

O movimento recente dos mercados tem apresentado certa dualidade. Se por um lado o dólar tem se mantido forte em relação às principais moedas, por outro lado a resiliência da economia brasileira tem ajudado a limitar as pressões altistas sobre o câmbio doméstico.

A expectativa do mercado é que haja a convergência da cotação do dólar de volta a um valor mais próximo de R\$ 5,20-5,25, devido a dois fatores principais que beneficiam o Brasil frente ao cenário de dólar global: diferencial de juros e *commodities*. Entretanto, o risco fiscal voltou ao debate após a PEC da Transição ter sido apresentada ao Congresso pela equipe do presidente eleito.

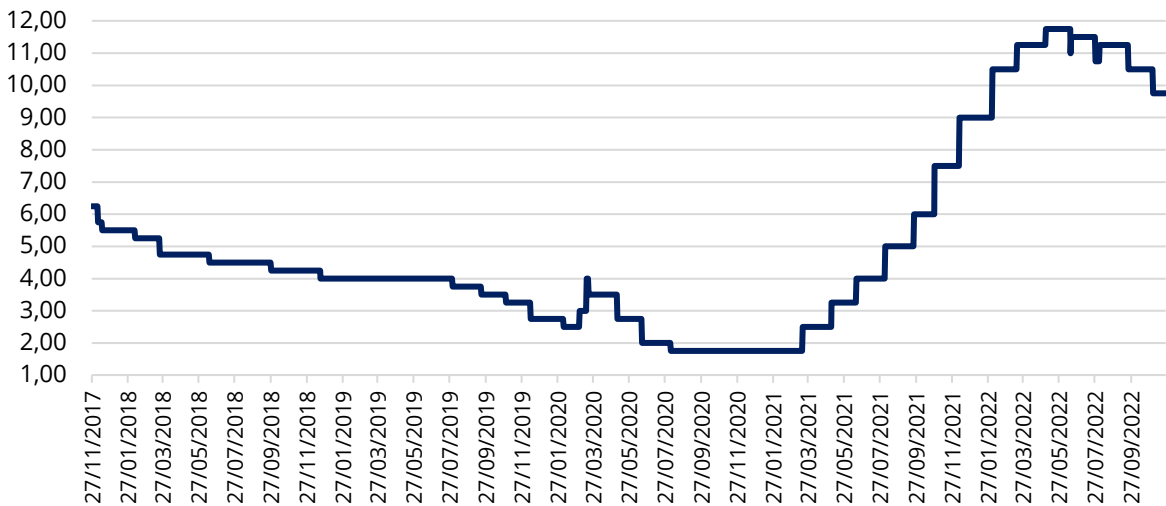


CDS BRASIL 10Y VS BRL/USD



Fonte: Investing e Comdinheiro

DIFERENCIAL DE JUROS BRASIL-EUA (EM %)



Vale ressaltar que o movimento do dólar frente ao real é objeto de bastante imprevisibilidade, uma vez que os fatores que influenciam o câmbio no curto prazo são bastante voláteis e, em um mundo que passa por desequilíbrio, o comportamento dessas variáveis e a magnitude em que vão atingir o real se tornam mais incertas que o normal. Dessa forma, foram elencados abaixo os principais pontos que devem influenciar o câmbio ao longo dos próximos meses.

Assunto	Variável	Vetores
Risco-Brasil	CDS	- Sustentabilidade da dívida pública
Commodities	CRB Index	- Recessão global - Oferta em níveis restritivos
Diferencial de Juros	Selic e Fed Funds Rate	- Comportamento da inflação em ambos os países - Risco-Brasil

Prospectivamente, considerando que os elementos responsáveis pela trajetória recente do câmbio devem permanecer presentes no segundo semestre do ano, especialmente no que tange ao aperto das condições financeiras globais, nossa projeção de taxa de câmbio para 2022 e para o fim de 2023 é de R\$ 5,25.

POLÍTICA FISCAL DO NOVO GOVERNO SURGE COMO RISCO NO HORIZONTE

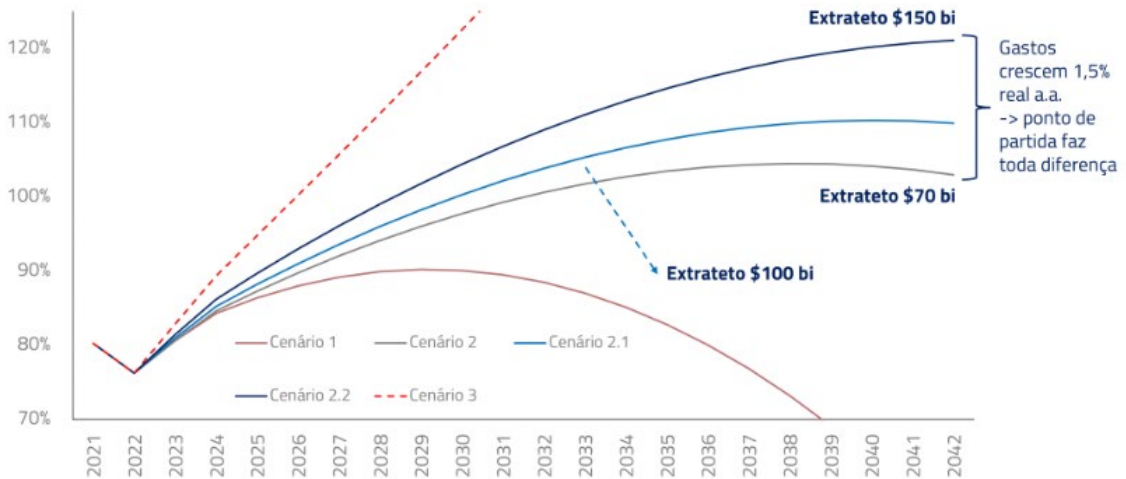
No dia 28 de novembro, foi protocolada no Senado Federal a PEC da Transição, que busca viabilizar promessas de campanha do presidente eleito Lula, através da remoção do teto de gastos de algumas despesas. Seguem as principais mudanças:

- Retirar as despesas do programa Auxílio Brasil do teto de gastos entre 2023 e 2026. Valor estimado é de R\$ 175 bilhões;
- Retirar do teto de gastos os investimentos em programas socioambientais ou relativo a mudanças climáticas custeados por doações;
- Tirar do teto de gastos as despesas feitas por universidades ou institutos federais que sejam custeados por doações ou convênios;
- Permitir que o governo gaste até R\$ 23 bilhões em investimentos em caso de excesso de arrecadação.

Os maiores questionamentos acerca desta PEC são referentes ao rombo que causaria nas contas públicas e a evolução da dívida pública do Brasil, que pode ultrapassar 100% do PIB (atualmente em 77,1%) antes do final da década, caso ela seja aprovada como está.

A expectativa é que o texto seja desidratado pelo Congresso como forma de garantir que haja negociação com o novo governo. A principal mudança que deverá ser implementada pelos parlamentares é a restrição do período de exceção para as despesas fora do teto, apenas para 2023.

CENÁRIOS DBGG (% DO PIB)

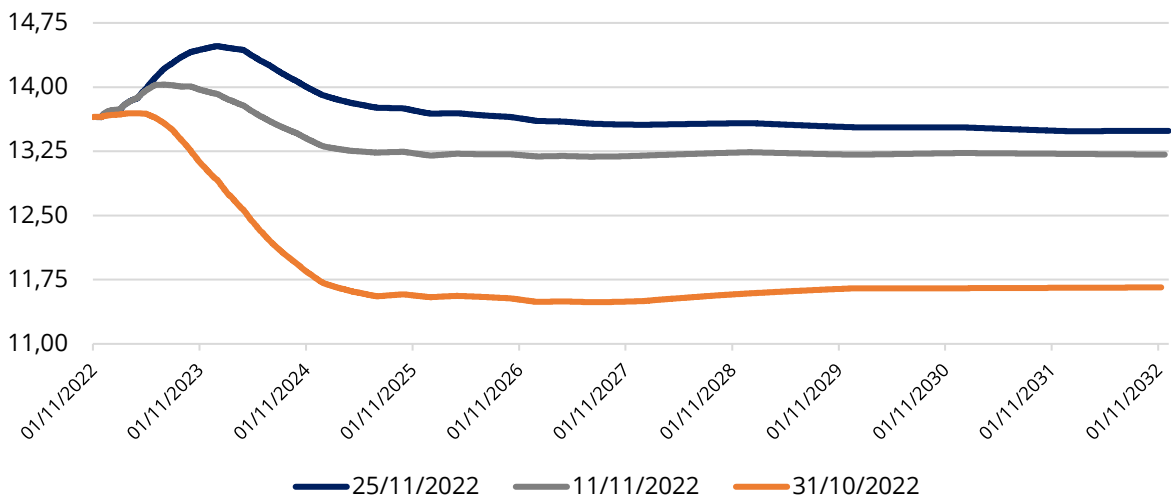


Fonte: BCB, Kinea

Outro ponto importante se trata de qual será a âncora fiscal adotada pelo novo governo, que substituirá o teto de gastos, aprovado pelo então governo Temer, e que impedia o crescimento de despesas acima da inflação, mas durante a pandemia foram abertas diversas exceções para viabilizar o pagamento de auxílios. Até o momento, não houve nenhuma sinalização nesse sentido de estabelecer uma nova regra fiscal crível, apenas a revogação do teto de gastos.

Toda a agitação em volta das incertezas quanto à política fiscal impactou a curva de juros, que agora trabalha com mais elevações na taxa Selic ao longo de 2023. Vale salientar que a abertura da curva de juros é fator negativo para todos os ativos do mercado financeiro e da economia real do país, dado que a taxa de remuneração mínima do investimento precisa ser maior para compensar o risco do investimento.

CURVAS DE JUROS PRÉ X DI (EM %)



Fonte: Comdinheiro

VIÉS AINDA É DE DESINFLAÇÃO

Apesar do sentimento negativo, acreditamos que, por enquanto, a conjuntura não indica que deve haver mais um incremento na Selic, mas a taxa deve permanecer em patamar elevado por um período mais prolongado do que se esperava anteriormente, onde o primeiro corte ocorreria no segundo ou terceiro trimestre de 2023.

Essa expectativa se deve ao viés desinflacionário do IPCA para os próximos meses, onde este, mesmo com a aprovação da PEC de Transição, deve ser reduzido pelo cenário externo de desaceleração global e pelo efeito defasado da política monetária. Contudo, os riscos ao cenário-base são mais elevados do que na comparação com algumas semanas atrás.

No mês de outubro, o índice atingiu 0,59% após três meses consecutivos de deflação, entretanto, o movimento já era esperado, uma vez que os efeitos da redução do ICMS sobre combustíveis e energia e a correção da cotação do petróleo no mercado internacional foram mais fracos.

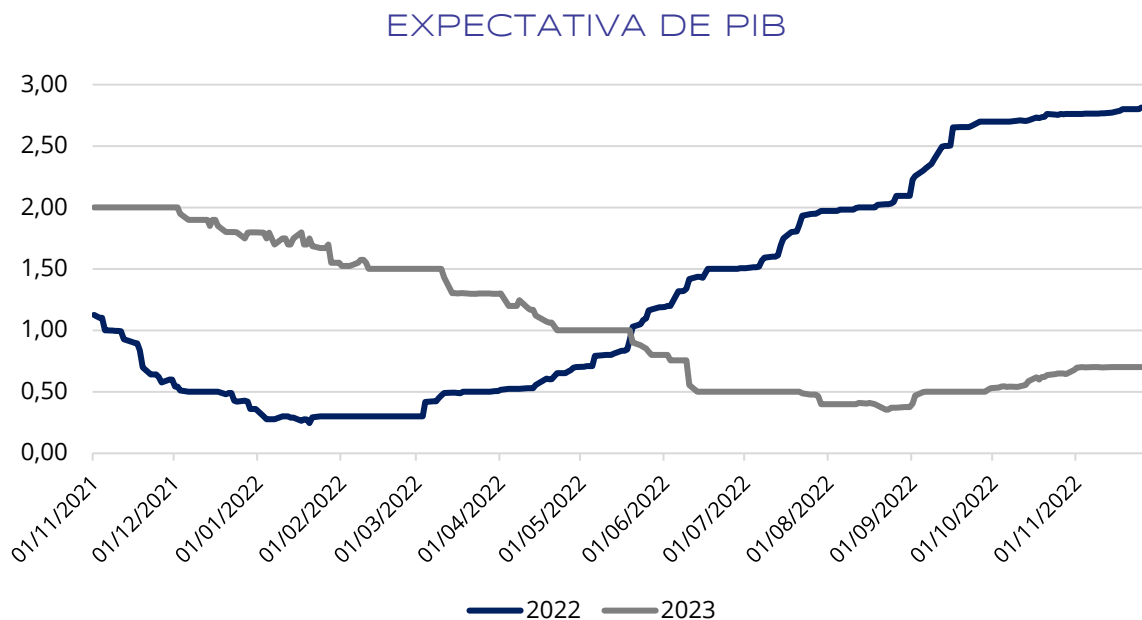
Resultado IPCA Out/22	(%) No mês				(%) Últimos 12 meses			
	ago/22	set/22	out/22	Contrib.	ago/22	set/22	out/22	Contrib.
IPCA	(0,36)	(0,29)	0,59	0,59	8,73	7,17	6,47	6,47
Núcleo	0,54	0,47	0,71	0,56	9,12	8,59	8,29	6,59
Componentes do IPCA								
Habitação	0,10	0,60	0,34	0,05	3,83	1,84	1,14	0,18
Despesas Pessoais	0,54	0,95	0,57	0,06	7,87	8,29	8,10	0,79
Vestuário	1,69	1,77	1,22	0,05	17,44	19,16	18,48	0,81
Saúde e Cuidados	1,31	0,57	1,16	0,14	8,80	9,00	9,84	1,21
Educação	0,61	0,12	0,18	0,01	7,08	7,21	7,34	0,42
Artigos de Residência	0,42	(0,13)	0,39	0,02	12,67	11,52	10,55	0,41
Comunicação	(1,10)	(2,08)	(0,48)	(0,02)	2,26	0,07	(0,95)	(0,05)
Alimentos e Bebidas	0,24	(0,51)	0,72	0,15	13,43	11,71	11,21	2,38
Transportes	(3,37)	(1,98)	0,58	0,13	7,62	3,60	1,55	0,34
Outros indicadores do IPCA								
Regulados	(2,55)	(1,21)	0,18	0,05	1,46	(1,67)	(2,80)	(0,75)
Livres	0,39	0,02	0,73	0,53	11,39	10,44	9,92	7,25

Fonte: IBGE, Bloomberg e BTG Pactual

O indicador que mais preocupa o Banco Central é a evolução dos preços livres, composto majoritariamente por serviços, pois o setor ainda apresenta crescimento robusto, suportado por um mercado de trabalho mais aquecido. Vale reforçar que os itens dentro do núcleo da inflação são mais resilientes aos ciclos de aperto monetário e exigem um trabalho mais intenso por parte da autoridade monetária, portanto, acreditamos que, mesmo com o alívio nos meses recentes e a tendência de queda, a luta contra a inflação não está vencida.

SERVIÇOS PUXAM A ATIVIDADE ECONÔMICA ENQUANTO VAREJO E INDÚSTRIA ESTÃO ESTAGNADOS

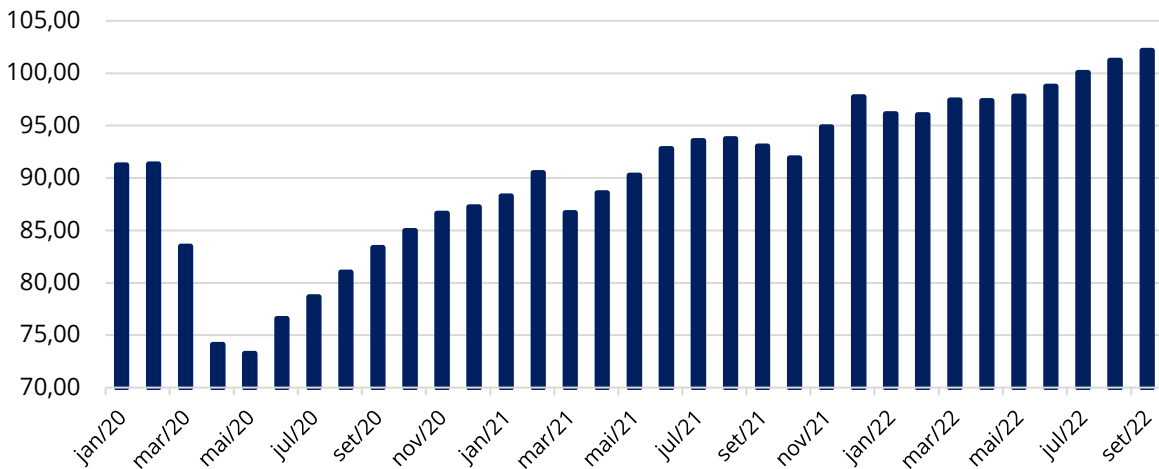
A atividade econômica brasileira surpreendeu positivamente o mercado, onde as expectativas passaram de estagnação para crescimento de quase 3% em 2022, todavia, o resultado para 2023 foi revisado para baixo, impactado pela desaceleração global e pela política monetária restritiva.



Fonte: Banco Central do Brasil

O principal vetor positivo foi o setor de serviços, puxado por um mercado de trabalho mais aquecido e pelos impulsos fiscais, como o saque emergencial do FGTS, redução de tributos sobre combustíveis e energia e o pagamento de R\$ 600 do Auxílio-Brasil, além da flexibilização das restrições sanitárias contra a Covid-19. A nossa expectativa para o setor de serviços em 2023 é de continuidade no crescimento, entretanto, em grau mais fraco do que o registrado em 2022.

VOLUME DE SERVIÇOS (NÚMERO-ÍNDICE)

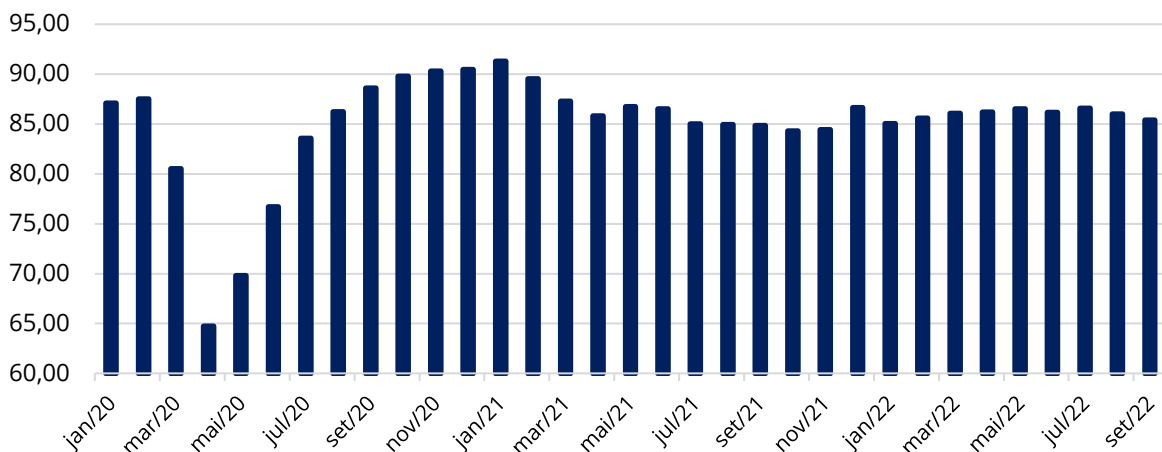


Fonte: IBGE

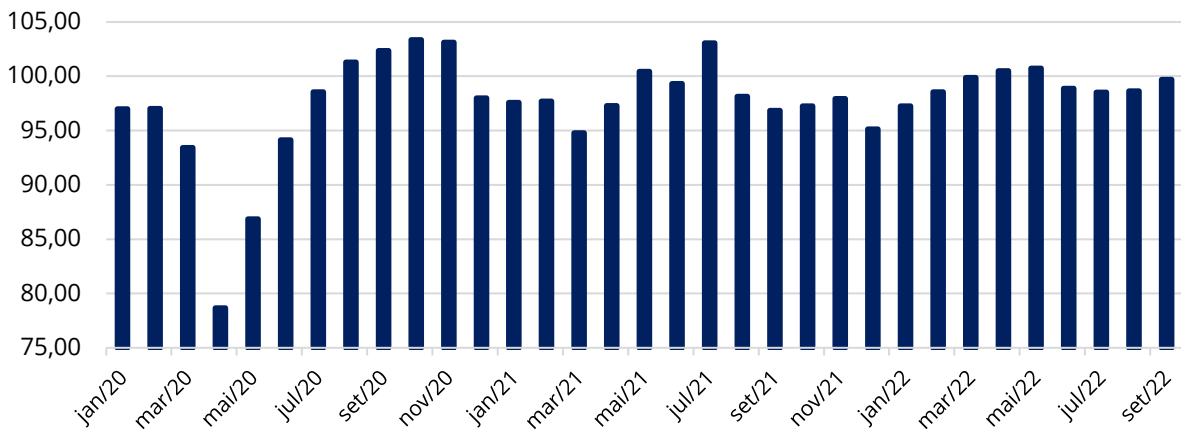
Mesmo com o resultado positivo do setor de serviços, a indústria e o varejo não conseguiram ter a mesma performance e basicamente ficaram lateralizados no pós-pandemia. Os motivos para esse comportamento mudaram ao longo do tempo. Em meados de 2021, os gargalos de oferta decorrentes das restrições sanitárias em alguns países trouxeram uma forte inflação de custos para o varejo e a indústria, além disso, o Brasil passou por uma crise hídrica que elevou significativamente o preço de energia.

Em 2022, os desafios dos setores têm como origem as restrições monetárias realizadas pelos países ocidentais e a consequente desaceleração econômica, o que deve permanecer durante o próximo ano. Dessa forma, não esperamos que haja crescimento significativo no curto e médio prazo dentro desses setores.

PRODUÇÃO INDUSTRIAL (NÚMERO-ÍNDICE)



VENDAS NO VAREJO RESTRITO (NÚMERO-ÍNDICE)



Fonte: IBGE

ESTRATÉGIA DE ALOCAÇÃO

Dado o atual cenário, seguimos com nossa sugestão de alocação mais conservadora, onde a única mudança mais relevante dentro da renda fixa foi a redução da nossa alocação em inflação para alocar em ativos pré-fixados, visto que o juro real e o prêmio por inflação seguem bastante atrativos.

Vale salientar que nossa opção dentro dos pré-fixados ficou com a classe IRF-M 1, a qual, de acordo com nossas estimativas, são muito mais vantajosas do ponto de vista risco-retorno e cumprem com o seu papel de atingimento da meta atuarial.

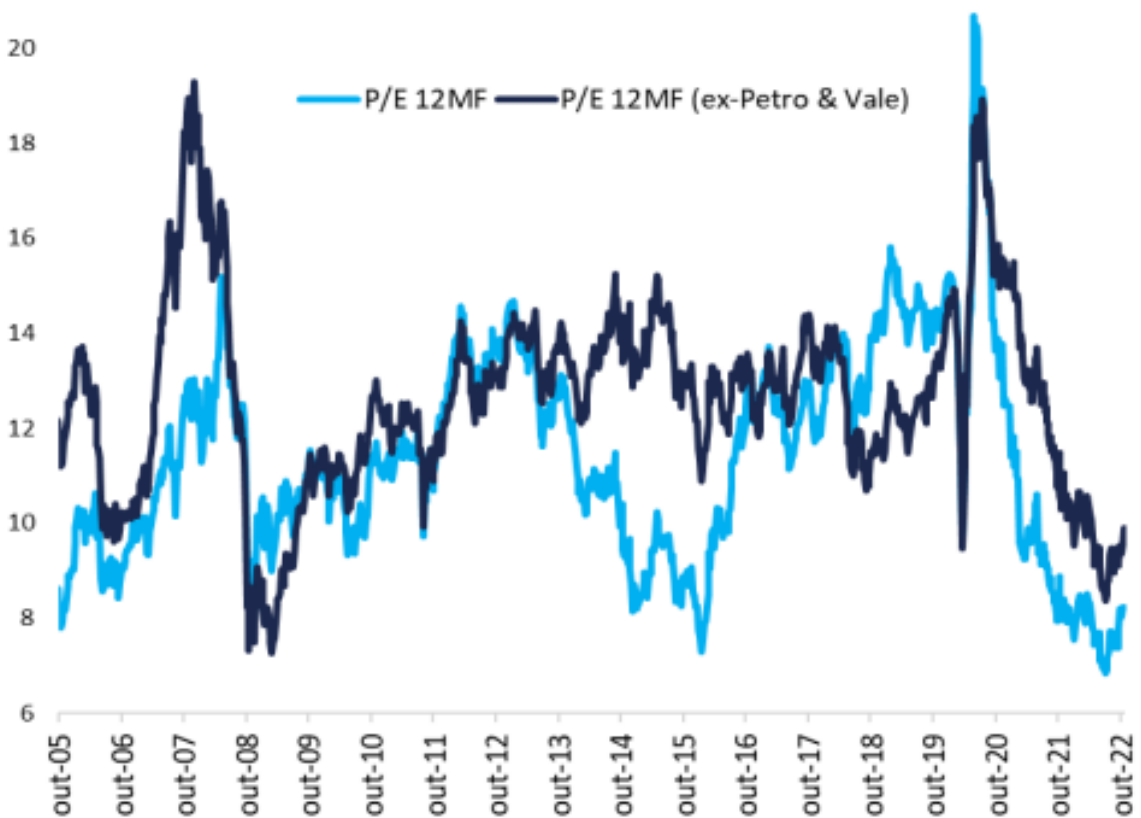
Curva de Juros	Variação		
	IRF-M 1	IRF-M	IRF-M 1+
2,50 p.p.	12,72%	8,49%	6,43%
2,00 p.p.	12,91%	9,29%	7,53%
1,50 p.p.	13,09%	10,10%	8,65%
1,00 p.p.	13,28%	10,93%	9,79%
0,50 p.p.	13,46%	11,78%	10,96%
0,00 p.p.	13,65%	12,64%	12,15%
-0,50 p.p.	13,84%	13,52%	13,37%
-1,00 p.p.	14,03%	14,42%	14,61%
-1,50 p.p.	14,22%	15,33%	15,87%
-2,00 p.p.	14,41%	16,26%	17,16%
-2,50 p.p.	14,61%	17,20%	18,47%

Ainda na carteira de renda fixa, permanecemos construtivos com IMA-B 5 e CDI devido ao cenário de inflação acima do centro da meta e com risco de alta dentro do cenário-base, o que deve beneficiar ativos pós-fixados devido à manutenção dos juros nominais em patamares elevados.

Destaca-se que a aplicação direta em títulos públicos e privados ou até mesmo a compra de cotas de fundos vértice seguem como as nossas principais estratégias para redução de volatilidade da carteira e garantia de retorno acima da meta atuarial. Contudo, deve se levar em consideração a liquidez do portfólio e a necessidade de recursos para pagamento do passivo, tendo em vista que são estratégias com prazo de vencimento e carência.

Na renda variável nacional, continuamos com visão neutra, pois, por um lado os ativos se encontram bastante descontados, por outro, os riscos relacionados à recessão nos Estados Unidos e à sustentabilidade da dívida pública podem segurar o ganho das ações no curto prazo. Portanto, somos otimistas na alocação em ações visando o longo prazo, mas o curto prazo requer cautela, com preferência por fundos de ações livres e concentrados no setor de energia, um setor historicamente mais resiliente, composto por empresas de receitas previsíveis.

BOVESPA P/L 12 MESES PROJETADO



Fonte: BTG pactual

Na renda variável internacional, vislumbramos espaço para correção, de forma a atingir o múltiplo P/L entre 15-16x, como mencionado anteriormente. Apesar de entendermos a reticência com o desempenho dos ativos, visto que devem sofrer com a postura mais *hawkish* do Fed e com a desaceleração econômica, contudo, também existe a possibilidade de o banco central americano voltar atrás e reduzir sua taxa de juros, mesmo que tal hipótese ainda seja negada pelos diretores do Fed. Portanto, reduziremos o percentual da carteira para ativos internacionais, porém mantendo como ponto de atenção o atingimento do patamar de P/L mais baixo, dessa forma, a medida em que este cenário se torne realidade podemos efetuar um movimento de alocação para aproveitar a janela de oportunidade.

Alocação	Conservador		Moderado		Agressivo	
	Anterior	Atual	Anterior	Atual	Anterior	Atual
Renda Fixa	75,0%	85,0%	70,0%	80,0%	60,0%	75,0%
IRF-M 1	0,0%	25,0%	0,0%	25,0%	0,0%	25,0%
CDI	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
IMA-B 5	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	10,0%	15,0%
IDKa IPCA 2A	20,0%	0,0%	20,0%	0,0%	20,0%	0,0%
Gestão Ativa	15,0%	20,0%	10,0%	15,0%	10,0%	15,0%
Renda Variável	5,0%	5,0%	10,0%	10,0%	20,0%	15,0%
Ações Livres	2,0%	3,0%	3,3%	6,7%	6,7%	10,0%
Setorial	3,0%	2,0%	6,7%	3,3%	13,3%	5,0%
Exterior	10,0%	0,0%	10,0%	0,0%	10,0%	0,0%
BDR EUA	7,0%	0,0%	7,0%	0,0%	7,0%	0,0%
BDR China	3,0%	0,0%	3,0%	0,0%	3,0%	0,0%
Multimercado	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Juros e Moedas	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Alocação Macro	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%

Obs: a sugestão não considera a alocação em títulos públicos e crédito privado por serem ativos que devem ser estudados a cada caso de maneira individualizada

ELABORAÇÃO

*Jonathas Oliveira
Lucas Cabral*

REVISÃO

*Gregório Matias
Matheus Crisóstomo*

DIAGRAMAÇÃO

Thais Medeiros

AVISO LEGAL

Esse relatório tem como objetivo único fornecer informações macroeconômicas, e não constitui e tampouco deve ser interpretado como sendo uma oferta de compra ou venda ou como uma solicitação de uma oferta de compra ou venda de qualquer instrumento financeiro, ou de participação em uma determinada estratégia de negócios em qualquer jurisdição.

As informações contidas nesse relatório foram obtidas de fontes públicas ou privadas não sigilosas.

A LEMA Economia & Finanças ("LEMA") não dá nenhuma segurança ou garantia, seja de forma expressa ou implícita, sobre a integridade, confiabilidade ou exatidão dessas informações.

Esse relatório também não tem a intenção de ser uma relação completa ou resumida dos mercados ou desdobramentos nele abordados.

As opiniões, estimativas e projeções expressas nesse relatório refletem a opinião atual do responsável pelo conteúdo desse relatório na data de sua divulgação e estão, portanto, sujeitas a alterações sem aviso prévio.

A LEMA não tem obrigação de atualizar, modificar ou alterar esse relatório e, tampouco, de informar ao leitor.

Esse relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído para qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento por escrito da LEMA.

A LEMA não se responsabiliza, e tampouco se responsabilizará por quaisquer decisões, de investimento ou de outra forma, que forem tomadas com base nos dados aqui divulgados.

Informações adicionais sobre as informações contidas nesse relatório se encontram disponíveis mediante solicitação por meio dos canais de comunicação estabelecidos pela LEMA.