

## Sumário

### MUNDO

Da Inflação para a Recessão

### MERCADO

Humor Negativo

### BRASIL

Fiscal em foco

## Da Inflação para a Recessão

*Recessão é quando o seu vizinho perde o emprego; depressão é quando você perde o seu.*  
*Harry S. Truman*

Em junho, os ativos de risco apresentaram mais uma rodada de forte depreciação. A diferença deste mês, em relação a tudo aquilo que vimos no início deste ano, contudo, ficou por conta do fechamento da taxa de juros no mundo desenvolvido e na forte queda no mercado de commodities, especialmente as commodities metálicas não preciosas.

A narrativa do mercado mudou, de forma rápida e acentuada, do medo da inflação, para o receio de uma recessão global. Esta mudança de dinâmica foi sustentada e explicada pela divulgação de dados econômicos, em especial nos EUA e na Europa, apontando para uma desaceleração não desprezível da economia global.

Pela primeira vez em vários anos (quicá décadas), estamos vivenciando um cenário de desaceleração econômica (e aumento do risco de recessão), sem que os bancos centrais do G10 tenham a flexibilidade de ajustar sua política monetária em prol de mais crescimento.

Acreditamos que os mercados só irão melhorar estruturalmente, ou seja, essa tendência negativa dos ativos de risco só irá se inverter, quando tivermos uma visibilidade clara de que a inflação fez o seu pico, os bancos centrais têm condições de encerrar o seu ciclo de ajuste monetário (alta de juros e QT), e teremos uma noção mais clara de qual o tamanho, duração e extensão desta desaceleração econômica.

Ao longo do mês, alguns desenvolvimentos específicos merecem destaque:

No Brasil, uma nova PEC avançou no Congresso e tem elevada probabilidade de ser aprovada e executada, onde mais de R\$40bi serão gastos acima do Teto de Gastos. Os rumos da situação fiscal

no Brasil, adicionados ao cenário internacional mais desafiador, tem mantido o dólar mais alto, a curva de juros pressionada (para cima) e a bolsa com dinâmica negativa.

Ainda vemos um mercado local barato em termos de *valuation* e uma posição técnica relativamente saudável. Contudo, sem uma melhor visibilidade do cenário (local e externo), será difícil de observar uma mudança estrutural desta dinâmica no curto-prazo.

Já na Europa, se desenha um cenário energético catastrófico. A Rússia reduziu em cerca de 60% o fluxo de Gás para o continente. O impacto imediato é a alta de preços, que exerce pressão altista na inflação e baixista no crescimento. Mantido este cenário, a região pode ver seus estoques de Gás acabarem entre janeiro e março de 2023.

Neste momento, alguns planos de contenção estão sendo colocados em prática, mas cenários caudais, tais como racionamento de energia, não podem ser descartados. Caso alguns dos cenários mais extremos seja concretizado, este pode ser um dos principais temas para o cenário nos próximos meses, já que causaria uma profunda queda de atividade econômica e nova pressão de alta nos preços.

Na China, com a reabertura econômica de diversas regiões do país pós “lockdown”, estamos vendo, como era esperado, uma recuperação da atividade econômica. O governo vem executando um afrouxamento fiscal e monetário, assim como clarificando algumas medidas regulatórias para o setor de tecnologia. Isso ajudou o desempenho das bolsas do país este mês, no relativo com os demais mercados do mundo.

Contudo, ainda temos enormes dúvidas de que as medidas anunciadas serão suficientes para reacelerar de forma estrutural e relevante o crescimento. A estrutura da economia mudou nos últimos anos, o consumo se tornou mais relevante para o crescimento e as medidas de suporte usadas no passado podem não ser mais efetivas neste ciclo econômico.

Nos EUA, o Fed acelerou o ciclo de alta de juros para 75bps, mantendo as portas da política monetária abertas para as próximas decisões. De qualquer forma, o destaque do mês ficou por conta dos sinais cada vez mais claros, seja dos dados econômicos, seja das sinalizações do setor corporativo, de que há em curso uma desaceleração não desprezível do crescimento do país.

Diante de todo exposto acima, o semestre se encerra como um dos piores períodos de desempenho para os ativos de risco nas últimas décadas. Infelizmente, não há perspectivas de curto-prazo para uma mudança neste ambiente. De qualquer forma, estamos vendo mudanças significativas de preços, *valuations* e posição técnica que justificam a manutenção ou abertura de posição em algumas classes de ativos, que vínhamos evitando até aqui.

Vamos agir de maneira bastante parcimoniosa nas alocações, pois temos a humildade de reconhecer que acertar o *timing* das inversões de tendência e cenário costuma ser uma tarefa ingrata (e praticamente impossível).

Neste meio tempo, acreditamos que a melhor estratégia é manter um portfólio mais diversificado do que a média, seja em termos de classe de ativos, países e regiões, priorizando aqueles cujo risco

versus retorno nos parecem mais atrativos para este momento do ciclo, mas sem ignorar os potenciais “eventos de cauda” do cenário.

## MARKET REVIEW

### Ranked Real Returns

#### Ranked Asset Class Return by Year. Green Means You're Beating Inflation

Ranking	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022 YTD
1	REITS (26%)	US 10yr (12%)	MSCI CN (21%)	US Small (37%)	REITS (27%)	MSCI JP (9%)	Commod. (21%)	MSCI CN (51%)	USD Cash (0%)	S&P 500 (29%)	MSCI CN (28%)	REITS (32%)	Commod. (9%)
2	US Small (25%)	TIPS (10%)	MSCI EU (18%)	S&P 500 (30%)	S&P 500 (13%)	REITS (2%)	US Small (19%)	MSCI EM (35%)	US 2yr (0%)	REITS (26%)	US Small (18%)	S&P 500 (20%)	USD Cash (-4%)
3	Commod. (25%)	EMS Sov. (6%)	Global HY (18%)	MSCI JP (25%)	US 10yr (8%)	US 10yr (1%)	US HY (15%)	MSCI EU (24%)	US 10yr (-1%)	US Small (23%)	MSCI EM (17%)	Commod. (18%)	US 2yr (-7%)
4	MSCI EM (17%)	US IG (5%)	REITS (18%)	MSCI EU (24%)	MSCI CN (7%)	EMS Sov. (1%)	Global HY (12%)	MSCI JP (22%)	US Agg (-2%)	MSCI EU (22%)	S&P 500 (17%)	MSCI EU (9%)	TIPS (-13%)
5	MSCI JP (14%)	US Agg (5%)	MSCI EM (17%)	US HY (6%)	US IG (7%)	S&P 500 (1%)	S&P 500 (10%)	S&P 500 (19%)	TIPS (-3%)	MSCI CN (21%)	MSCI JP (13%)	US Small (7%)	EM Local (-13%)
6	US HY (13%)	REITS (4%)	EMS Sov. (16%)	Global HY (6%)	EMS Sov. (6%)	US 2yr (0%)	MSCI EM (9%)	US Small (12%)	US HY (-4%)	MSCI JP (17%)	Commod. (10%)	TIPS (-1%)	US Agg (-14%)
7	S&P 500 (13%)	US HY (2%)	US Small (14%)	MSCI CN (2%)	US Agg (5%)	US Agg (0%)	EMS Sov. (7%)	EM Local (12%)	US IG (-4%)	MSCI EM (16%)	TIPS (10%)	US HY (-2%)	US 10yr (-15%)
8	Global HY (13%)	Global HY (0%)	S&P 500 (14%)	REITS (1%)	US Small (4%)	USD Cash (-1%)	REITS (7%)	Global HY (8%)	EM Local (-5%)	US IG (12%)	US 10yr (9%)	MSCI JP (-5%)	MSCI CN (-15%)
9	EM Local (11%)	S&P 500 (-1%)	US HY (14%)	US 2yr (-1%)	TIPS (3%)	US IG (-1%)	US IG (4%)	EMS Sov. (7%)	Global HY (-6%)	US HY (12%)	US IG (8%)	Global HY (-6%)	US HY (-18%)
10	EMS Sov. (11%)	US 2yr (-1%)	EM Local (13%)	USD Cash (-1%)	US HY (2%)	TIPS (-2%)	EM Local (4%)	REITS (6%)	REITS (-6%)	EMS Sov. (11%)	US Agg (6%)	USD Cash (-7%)	US IG (-18%)
11	US 10yr (8%)	EM Local (-3%)	US IG (8%)	US IG (-3%)	US 2yr (0%)	MSCI EU (-3%)	TIPS (3%)	Commod. (5%)	EMS Sov. (-6%)	Global HY (10%)	US HY (6%)	US 2yr (-7%)	Global HY (-21%)
12	US IG (7%)	USD Cash (-3%)	MSCI JP (7%)	US Agg (-3%)	USD Cash (-1%)	Global HY (-3%)	MSCI JP (1%)	US HY (5%)	S&P 500 (-6%)	Commod. (8%)	Global HY (6%)	US IG (-8%)	MSCI EM (-21%)
13	US Agg (5%)	US Small (-7%)	TIPS (5%)	MSCI EM (-4%)	Global HY (-1%)	US Small (-5%)	US Agg (1%)	US IG (4%)	Commod. (-12%)	EM Local (7%)	MSCI EU (5%)	US Agg (-8%)	REITS (-23%)
14	TIPS (5%)	Commod. (-11%)	US Agg (2%)	EM Local (-6%)	MSCI EM (-3%)	US HY (-5%)	MSCI CN (-1%)	US Agg (1%)	US Small (-13%)	US Agg (6%)	EM Local (4%)	EM Local (-8%)	S&P 500 (-24%)
15	MSCI CN (3%)	MSCI EU (-13%)	US 10yr (2%)	US 10yr (-7%)	EM Local (-3%)	MSCI CN (-8%)	US 2yr (-1%)	TIPS (1%)	MSCI JP (-14%)	US 10yr (6%)	EMS Sov. (4%)	MSCI EM (-9%)	MSCI JP (-24%)
16	MSCI EU (3%)	MSCI JP (-17%)	Commod. (2%)	EMS Sov. (-7%)	MSCI JP (-4%)	EM Local (-11%)	US 10yr (-1%)	US 10yr (0%)	MSCI EM (-16%)	TIPS (6%)	US 2yr (2%)	EMS Sov. (-9%)	EMS Sov. (-24%)
17	US 2yr (1%)	MSCI EM (-21%)	US 2yr (-1%)	TIPS (-10%)	MSCI EU (-6%)	MSCI EM (-15%)	USD Cash (-2%)	USD Cash (-1%)	MSCI EU (-16%)	US 2yr (1%)	USD Cash (-1%)	US 10yr (-9%)	MSCI EU (-24%)
18	USD Cash (-1%)	MSCI CN (-21%)	USD Cash (-2%)	Commod. (-10%)	Commod. (-18%)	Commod. (-19%)	MSCI EU (-2%)	US 2yr (-2%)	MSCI CN (-20%)	USD Cash (0%)	REITS (-6%)	MSCI CN (-27%)	US Small (-27%)

Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research; Note We compute annual returns minus US headline inflation. Green means returns (in USD) beat inflation, and red means returns trailed inflation. Data as of June 30, 2022.

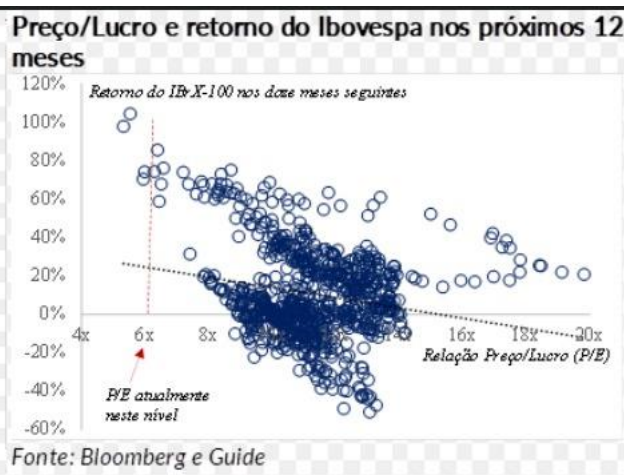
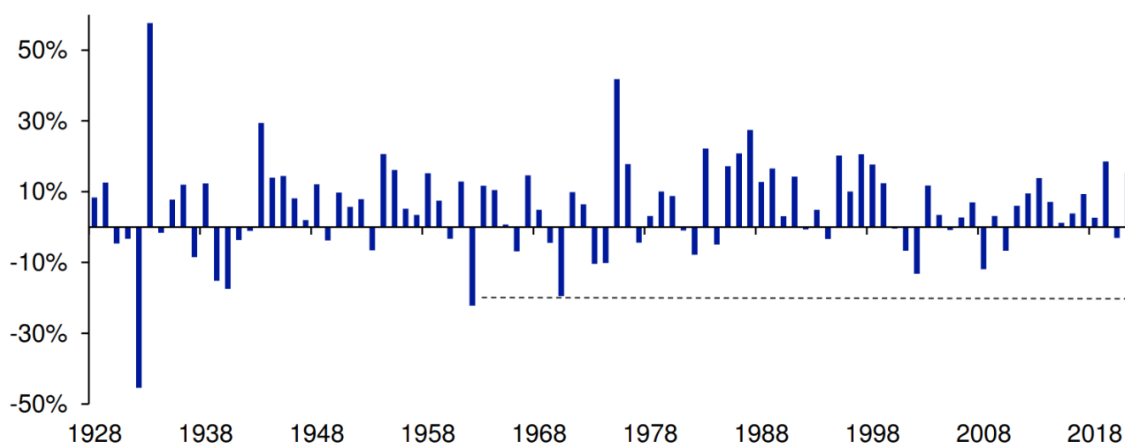
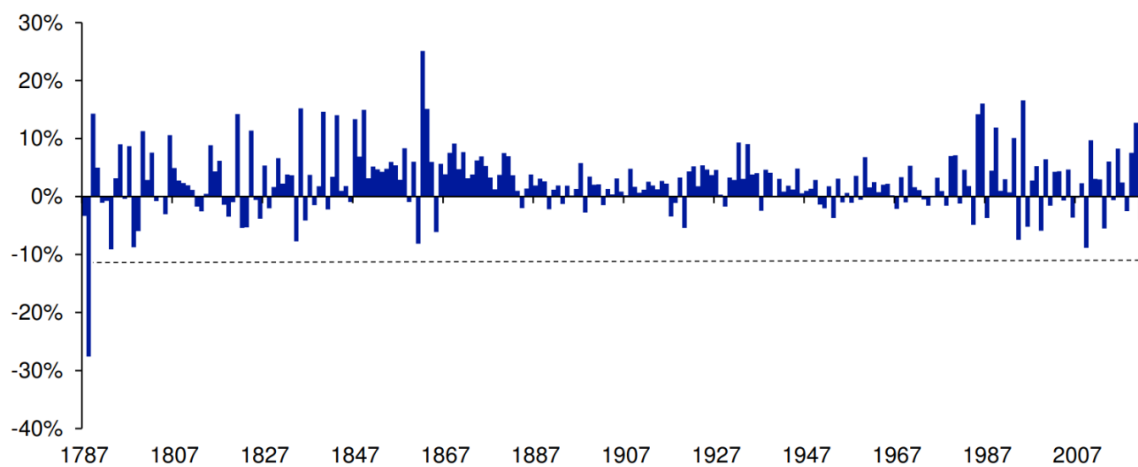


Figure 2: H1 S&P 500 total returns. The worst first half since 1962.... just avoiding the worst year since 1932 with small rally in second half of June



Source : Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank, Updated as to close on Thursday June 30

Figure 1: H1 Total Returns of US 10-yr Treasury (or proxy) index. The worst H1 since 1788!



Source : GFD, Deutsche Bank

## Temas de Investimento

Não tivemos alterações relevantes nas demais classes de ativos.

