

# Era de muitos Choques

A década pós crise financeira de 2008 somada à pandemia, em 2020, resultou em enormes estímulos monetários e fiscais em nível global, causando inflação persistente que está exigindo política monetária restritiva, além de ajustes fiscais contracionistas. A consequência é a desaceleração da atividade econômica mundial.

Este é o pano de fundo que esperamos para 2023. Inflação, dívida alta, tanto pública quanto privada, com economia fraca. Um cenário já instável e com surpresas adicionais que vêm impondo amarras ao crescimento econômico e desconforto social, sendo que a grande questão é quão longa, profunda e em que velocidade se dissipará este ambiente de desaceleração.

Países e economias mais fortes costumam se sair melhor sob essas restrições, assim como, empresas e setores mais resilientes e capitalizados. Por outro lado, economias e empresas emergentes costumam sofrer mais.

Nos EUA, o Governo Biden termina o ano bem melhor do que se imaginava, sustentando a maioria no Senado americano, com a divulgação de indicadores robustos de consumo e índices de inflação ligeiramente mais baixos. Se esta desinflação é permanente ou temporária será um dos temas super relevantes à frente.

A Europa se depara com a expectativa de fraqueza econômica mas, por enquanto, a atividade se mostra melhor que era esperado quando foi iniciada a guerra da Rússia com a Ucrânia.

Na China, onde a análise político econômica lembra uma estrada tortuosa, finalmente abandonou-se a política de Covid zero, prometendo instabilidade no curto prazo no padrão que assistimos na reabertura dos muitos países que passaram por essa situação. A seguir, esperamos que haja um boom de consumo, viagens e alguma pressão no preço dos serviços o que, de certa maneira, irá compensar a queda nas outras regiões. Mesmo sendo um crescimento diferente, menos baseado em infraestrutura, a demanda por commodities agrícola e metálicas deve favorecer o crescimento brasileiro.

Para o Brasil, ainda muitas incertezas, com o novo Governo e a baixa visibilidade das políticas macroeconômicas. A partir desse ano teremos os chamados déficits gêmeos nas finanças públicas, quando a conta externa e a conta doméstica, convivem no terreno negativo. Sem problemas se isso ocorrer por um tempo curto e com um plano plausível de ajustamento, mas a reversão costuma ser traumática, pois muitas vezes desaquece a economia, trazendo elevado custo político.

Boa leitura!

**PANAMBY CAPITAL**

## Global: Inflação persistente em 2022 e ano novo com desinflação temporária

O cenário macroeconômico e geopolítico está sempre em transformação, mas o momento atual é mais desafiador, porque estamos saindo de um ambiente de juro muitíssimo baixo e voltando a um antigo normal, mas que muitas pessoas nunca viram ou viveram. Após 15 anos de capital barato, a empreitada tende a ficar mais difícil para as empresas que dependem de crescimento; 2022 foi um ano de testes e muitas categorias sofreram, tais como companhias dos setores de tecnologia, imobiliário, as criptos e outros mais sensíveis ao custo de capital.

Fazer a comparação da conjuntura atual com outros eventos históricos é perigoso porque estamos num momento sem precedentes. Desta vez é diferente.

Crescimento % do PIB					
EUA		EUROPA		CHINA	
2022	2023	2022	2023	2022	2023
1,9	0,6	3,3	-0,1	3	4,9

Fonte: Bloomberg, Panamby Capital

Nos EUA, 2022 foi o ano da política monetária antecipatória e 2023 tende a ser mais dependente dos dados. É improvável que o FOMC reverta o movimento de alta do juro neste ano, mas parte dos analistas considera que a atividade econômica irá cair mais rápido e mais profundamente do que se antecipava, sendo que, em um cenário turbulento, o cavalo de pau como esse poderia acontecer no 2º semestre de 2023. Vários indicadores comprovam que a inflação norte-americana caiu nas últimas divulgações, tanto os índices cheios quanto nos núcleos. Energia e bens recuaram, mas serviços ainda não. O dado mais relevante para se monitorar a partir de agora é o indicador de serviços ex housing que subiu muito no período pós vacinação e tem sido o mais resiliente.

Difícil imaginar uma reversão da política monetária do FED se a inflação não recuar de maneira mais convincente. Os dados de consumo continuam mostrando firmeza e, mesmo com muito boa vontade, é difícil acreditar que a inflação caia se o consumo e o emprego não tiveram alguma acomodação.

A taxa de juros nos EUA subiu impressionantes 425 bps nesse ano, de 0 a 4,25%a.a. O número absoluto não é tão alto, mas a velocidade foi recorde e, quando se muda de patamar tão rápido, o risco de gestão da liquidez nos mercados bancário e financeiro é relevante.

O evento no Reino Unido, em outubro, nos relembra os riscos de instabilidade financeira quando a liquidez é reduzida. Portanto, essa gestão da política monetária está sendo muito cuidadosa no mercado norte-americano, onde a retirada via QT tem sido parcialmente compensada por liquidez nos canais de negociação de títulos de curto prazo. Como liquidez tipicamente é gestão doméstica, não coordenada em âmbito global, o risco de desvio em algum mercado pode contaminar outros, como vimos no caso inglês. Mais um risco para acompanharmos.

O estado do setor bancário não parece ser fonte de risco adicional, está bem capitalizado, regulação adequada e bem preparado para a turbulência.

O bônus demográfico na China acabou e está se revertendo rápido, então o desafio para crescer é mais alto, trazendo a expectativa de elevação do PIB para patamares universais, em torno de 3,0%a.a., porém, no curto prazo ainda será entre 4,5% e 5,0%a.a., bem mais alto que a concorrência. O crescimento chinês será mais dependente de consumo interno, portanto mais instável, mas ainda bastante positivo para exportadores e para o PIB global.

## Brasil: Fortes emoções

O pano de fundo conjuntural no Brasil é de dívida pública e inflação alta, baixa produtividade e muita desigualdade social, portanto a estratégia de equalização destes temas requer uma gestão complexa. Entre as várias dúvidas para a análise do cenário brasileiro de 2023 em diante, está a preocupação com a conta doméstica que caminha para déficit entre 1% e 2% do PIB.

Na espera pelo novo marco fiscal, que virá em algum momento do 1º semestre, o que sabemos no momento é que, em 2023, as finanças públicas serão deficitárias tanto na conta fiscal quanto na conta externa.

Existe simpatia do novo Governo pelo uso de recursos chamados parafiscais, que aceleram o crescimento do volume de crédito no sistema e que, sendo controlado por um participante poderoso como o Estado, tende a gerar má alocação do capital, com o conseqüente aumento dos

Expectativa de Inflação %					
EUA		EUROPA		CHINA	
2022	2023	2022	2023	2022	2023
8	4	8,5	6,1	2,1	2,3

Fonte: Bloomberg, Panamby Capital

	Perspectivas para o Mercado Brasileiro		
	2022	2023	2024
Crescimento do PIB (%)	3	0,5	1,9
Inflação (%)	5,7	6,3	4,5
Balança de Pagamentos (% do PIB)	-2,8	-2,6	-2,2

Fonte: Bloomberg, Panamby Capital

custos. Esses recursos usualmente são canalizados pelos Bancos controlados pelo Governo, tais como BB, CEF e BNDES, sendo que, ao final do dia, qualquer ineficiência ou subsídio na operação é suportado com recursos do Tesouro Nacional, portanto pela sociedade. E, se houver prejuízo, torna-se déficit fiscal. Porém, funciona bem se o sistema bancário público for mais eficiente que o setor financeiro não governamental, o setor privado.

Como CEF, BB e BNDES reduziram seu balanço nos últimos anos, se as regras mudarem, tem espaço para crescimento significativo. Ainda sobre o tema fiscal, a receita via dividendos da Petrobras em 2022 foi relevante, ao redor de R\$ 180 bi e, se o Governo eleito mantiver o discurso, essa arrecadação deve reduzir.

Apesar de contra intuitivo e assunto sempre presente nos debates econômicos, inflação em ambiente de economia em queda também acontece e é muito mais dolorosa. O exemplo brasileiro entre 2014 e 2016 dá muitas indicações de como isso funciona, sendo que, o ano de 2023, caminha para ter algumas das condições presentes naquela época.

Além dos déficits gêmeos e o peso desproporcional do parafiscal na economia, um terceiro fator existente na nossa Grande Recessão foi o represamento de preços. Atualmente não há casos semelhantes relevantes, talvez a desoneração dos combustíveis possa ser classificada como tal, mas nenhuma grande bomba. Porém, a declaração de que a Petrobras terá nova política de definição de preços dos combustíveis demonstra que haverá interferência do Governo novamente, causando desorganização da concorrência que depende de produtos importados a preços de mercado mundial.

Estas são algumas preocupações, tanto para o equilíbrio fiscal sustentável, quanto para a inflação prospectiva. Os preços dos ativos financeiros brasileiros sinalizam inflação em torno de 6,5% em 2023 e adiante, que será mais alta que a do ano anterior, e tudo isso vai complicando a análise macro. Qual é a política monetária adequada para inflação alta e crescente, déficits fiscal e externo, atividade fraquejando, tudo isso com juro real ex post já rodando a 7%a.a.?

## Fundos Panamby: Ano Novo, Vida Nova

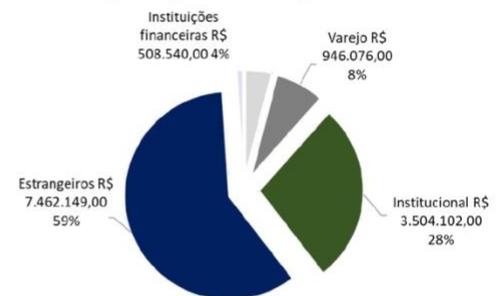
Interessante como o fluxo estrangeiro, para o Brasil, veio compensando o desânimo de investidores locais, oferecendo suporte para os preços dos ativos, enquanto aguardamos a definição das relevantes estratégias do novo Governo na busca do equilíbrio entre inflação, dívida pública alta, déficits e atividade fraca. A era dos investidores individuais, que foi relevante em 2021, também se retraiu.

Os ativos de risco globais conviveram com alta volatilidade em 2022. Os investidores enfrentaram instabilidade ao se deparar com o conflito na Europa entre Rússia e Ucrânia, gerando uma crise energética, inflação descontrolada e seguida de alta nas taxas de juros; políticas de Covid zero na China, além do período eleitoral no cenário doméstico. As principais bolsas mundiais cederam, como Nasdaq, S&P 500 e Shanghai CSI 300 apresentando quedas acima de 20% no ano. Em contrapartida, a bolsa brasileira obteve performance positiva no ano puxada pelas grandes empresas de valor como Petrobrás, Vale, Banco do Brasil e Itaú.

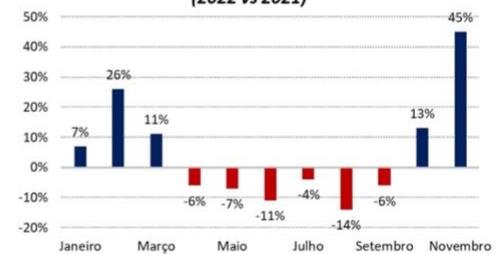
Em dezembro, o famoso “Rally de Natal” das bolsas não aconteceu nem nos EUA nem no Brasil. Logo, o posicionamento vendido em bolsa ameri-

Breakdown by Investors - Compra/ venda (Em milhões de R\$)			
Investidores	30/12/2022	Dezembro	2022
Varejo	102	305	-522
Institucional	-576	-20.532	-119.682
Estrangeiro	125	13767	116312
Instituições financeiras	9	3.179	16.989
Outros	340	3280	33,87

Volume Negociado (em milhões de R\$) - Últimos 12 meses

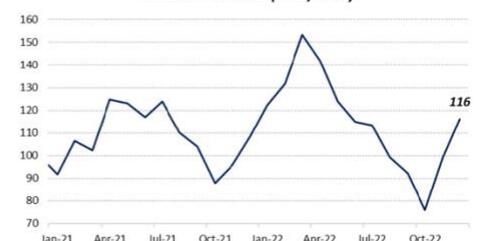


Varição das Exportações do Brasil para a China (2022 vs 2021)



Fonte: CEBC, Panamby Capital

Minério de Ferro (USD/TON)



Fonte: Bloomberg, Panamby Capital

cana foi um dos nossos destaques positivos no mês, seguido das posições compradas em ativos chineses e ações brasileiras que se beneficiam da reabertura da economia da China pós lockdown, como mineradoras. Embora os índices chineses apresentaram fortes quedas em 2022, o último trimestre do ano mostrou euforia dos investidores, com a possível retomada da atividade, indo a favor de nossa análise e posições compradas em ativos chineses, que tem sido parte expressiva de nosso resultado positivo. Algumas das teses fundamentalistas da nossa carteira de ações sofreram com a instabilidade fiscal no mês de dezembro, como Eletrobrás, Direcional e Assaí, porém seguimos com visão construtiva em companhias escolhidas pontualmente, apesar de posição vendida na classe de ações brasileiras.

A carteira de juro internacional foi positiva no mês, assim como a carteira de moedas, comprada em Yen e Euro com venda em Franco Suíço e Renmimbi.

As posições em ativos brasileiros não performaram bem em função da volatilidade e direção contrária no final do mês, porém mantivemos as estratégias conforme descrito abaixo e deverão trazer bons resultados já a partir de janeiro.

## Olhando para a frente:

As carteiras dos Fundos Panamby iniciam o ano fundamentadas na continuidade da normalização da política monetária global, o que significa juro e custo de capital mais alto. Como os EUA estão mais avançados no processo de ajuste e o dólar se valorizou bastante, a posição de moeda migrou para regiões onde haverá aceleração no combate à inflação, tais como Europa e Japão. Apesar do dinamismo e resiliência da economia norte-americana, parece que a moeda terá um respiro.

Mantemos posição tomada em juro tanto americano quanto alemão, na expectativa que ainda há muito espaço para alta de juro, como por exemplo no US Fed Funds que deverá atingir 5,50% a.a., durante o ano de 2023. Enquanto consumo, emprego e inflação de serviços não desacelerarem, a pressão por aperto monetário global irá continuar.

Por esse mesmo racional, com consumo em queda, espera-se que o lucro das empresas caia. Apesar do potencial processo de recessão já foi muito antecipado pelo mercado, a relação preço lucro das ações norte-americanas para 2023 não se ajustou, portanto carregamos posição vendida em índices americanos. O cenário previsto por nós é ruim tanto para as ações quanto para os títulos.

2022 foi um ano sombrio para muitos investidores. Por algumas métricas, a perda de riqueza global em 2022 foi maior que a ocorrida na crise financeira de 2008. Nunca a famosa e preguiçosa relação 60/40 para bonds e equities foi tão mal quanto nesse ano e não nos parece que será diferente em 2023. O ambiente ainda é de alta de juros o que é ruim tanto para os títulos quanto para as ações. Fazer alocação olhando o passado, nesse momento, é perigoso porque são condições inéditas. Uma alocação vencedora tem que olhar no longo prazo, porém, ainda não é possível enxergar uma tendência clara, portanto, manter duração curta e líquida é uma excelente alternativa.

Japão vem mantendo política monetária atípica por décadas e tem sido, ao lado de China, as exceções quando se trata de aperto monetário. No 1º tri de 2023 haverá troca de comando no BoJ, Banco Central do Japão e aumentou a probabilidade de alteração na gestão da política econômica, com a redução ou interrupção nas compras de títulos, seguida por

### Variação - Juros Brasileiro e Internacional

	Há um ano	Hoje
<b>BUND 10Y</b>	-0,18%	2,57%
<b>TREASURY 10Y</b>	1,51%	3,88%
<b>DIF24</b>	10,97%	13,41%

### Variação - Bolsas Brasileira e Internacional

	Variação Anual
<b>NASDAQ</b>	-33,89%
<b>IBOVESPA</b>	5,60%
<b>SHANGAI</b>	16,53%

Fonte: Bloomberg, Panamby Capital

alta do juro básico. Portanto, nossa posição é comprada na moeda japonesa.

Já na China, a reabertura está acontecendo, os volumes de comércio exterior vêm crescendo e, apesar do impacto na saúde pública, o Governo se mostra determinado a impulsionar a economia, que vem dando sinais de recuperação acelerada. Mantemos posição considerável em ativos que se beneficiam desse movimento tais como exportadoras brasileiras e ações chinesas, como Vale, Gerdau, Suzano e Minerva, além de Alibaba e Baidu.

Com relação aos ativos brasileiros, mantemos postura cautelosa, aguardando as decisões do novo Governo. Com a pressão inflacionária crescendo em função dos gastos fiscais, o Real se desvalorizando contra o USD e a nossa baixa produtividade, aumentam as chances de alta do juro básico, o que não é bom para o lucro das empresas. Ficaremos mais leves, posicionados em ativos líquidos e sem pressa.

Portanto, muitas emoções a frente.

Fundos Panamby Capital	Cota	Mês	Ano 2022	12 Meses	Desde o início
PANAMBY INNO FIC FIM	110,3965	0,47%	5,47%	5,47%	10,40%
PANAMBY D&Y FIC FIM	108,0739	1,25%	8,07%	8,07%	8,07%
PANAMBY SULAMÉRICA Previdenciário	10,5302	0,20%	7,09%	7,09%	5,30%
PANAMBY ICATU Previdenciário	1,0267	0,35%	6,92%	6,92%	2,67%



DISCLAIMER: A PNBV Gestora de Recursos Ltda. ("Panamby") realiza única e exclusivamente a distribuição de cotas de Fundos de Investimentos dos quais seja, responsável pela gestão de recursos ("Fundos"), nos termos da Instrução CVM nº 558, de 26 de março de 2015, não realizando, portanto, a distribuição de qualquer outro ativo financeiro. Exceto com relação aos Fundos, as informações contidas neste e-mail são de caráter exclusivamente informativo não se caracterizando como oferta ou solicitação de investimento ou desinvestimento em ativos financeiros, tampouco recomendação para compra ou venda de cotas dos Fundos, cujas características poderão ou não se adequar ao perfil do investidor, nos termos da Instrução CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013. A Panamby não assume qualquer compromisso de publicar atualizações ou revisões dessas previsões. Os Fundos não contam com a garantia do administrador, da Panamby, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. A rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa dos Formulários de informações complementares e dos regulamentos dos Fundos ao aplicar seus recursos. Os Fundos podem utilizar estratégias com derivativos como parte integrante de suas políticas de investimento, as quais, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo dos Fundos. Informações relativas aos horários, valores máximos e mínimos, prazo de carência, conversão e liquidação para movimentações, taxas de administração, performance, entrada e saída cabíveis aos Fundos, tratamento tributário perseguido, utilização de derivativos, aquisição de ativos negociados no exterior, concentração de poucos emissores de ativos de renda variável, entre outras informações poderão ser adquiridas em documentos específicos tais como: Regulamentos, Formulários de Informações Complementares, Lâminas e Tabela resumo referente as características gerais dos Fundos, ou através do site [www.panambycapital.com.br](http://www.panambycapital.com.br)