

The Weekly Globe

Como analisamos **crescimento e inflação** para ajustar nossas **carteiras recomendadas**

17/Jul/26

Tempo de leitura: 7 min

Os textos do relatório expressam as opiniões dos autores , não necessariamente do Comitê de Investimentos.





Niraj Patel
Chief Equity Strategist
Banco Itaú International



Leandro Vieira
Senior Portfolio Manager
Itaú USA Asset Management

Resumo

Ao analisar nossas recomendações táticas de investimentos, olhamos o mundo por dois eixos: quão amplamente o crescimento acelera ou perde força, e quão distribuída está a inflação. Com isso, nos localizamos em um mapa que, ainda que não garanta um resultado, indica quais são as probabilidades de cada classe de ativo.

Neste artigo, vamos mostrar como a economia mundial se movimentou dentro desse mapa de inflação vs. crescimento nos últimos meses e como isso impactou nossa mudança mais recente nas carteiras recomendadas.

O pano de fundo macroeconômico global para o qual olhamos quando tomamos decisões sobre nossas recomendações de investimento mudou nos últimos meses. Diante disso, vale mostrar os bastidores de como analisamos esse ciclo. Em outras palavras, mostrar o mapa que usamos para lê-lo e, principalmente, por que ele nunca nos leva a tomar decisões de "tudo ou nada".

Dois eixos, não um número

Nossa mapa é composto basicamente de dois eixos. Na vertical, analisamos a inflação. Na horizontal, analisamos o crescimento. Mas não olhamos para cada um desses vetores de maneira isolada. O que fazemos é olhar a amplitude e a direção de cada um.

Para analisar a inflação ou o crescimento, observamos quantas partes da economia estão acelerando ou desacelerando ao mesmo tempo. Olhar para essas partes em conjunto é como diferenciar a temperatura de um dia e uma mudança de clima.

Um único dado, como uma leitura de inflação ou um relatório de emprego, diz pouco sobre a mudança de direção do cenário global. Mas a amplitude de muitos indicadores, medida ao longo do tempo, nos indica para onde o ciclo caminha. É o princípio no cerne da nossa forma de investir: enquanto uma carteira estática mantém os mesmos pesos para sempre, nós ajustamos as exposições conforme lemos o regime vigente.

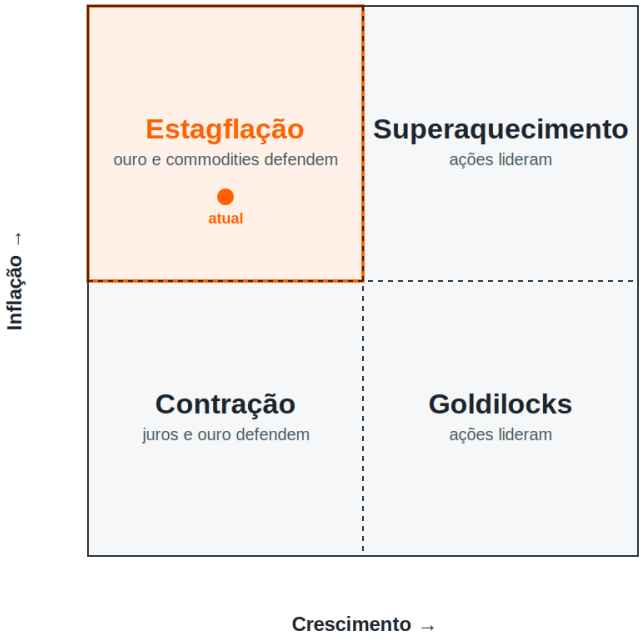
Os quatro quadrantes

A partir dessa soma de informações sobre o eixo de crescimento e de inflação, posicionamos o *momentum* da economia no nosso mapa. Cruzando os dois eixos, criamos quatro quadrantes, quatro ambientes, cada um com um nome e um comportamento típico.

Quando o crescimento acelera com a inflação sob controle (***goldilocks***), o comportamento das ações costuma ser mais generoso. Já quando crescimento e inflação sobem juntos (**superaquecimento**), as ações ainda vão bem, mas agora acompanhadas de perto por commodities.

Quando inflação e crescimento perdem força (**contração**), os juros tendem a nos proteger, e este se torna o melhor momento da renda fixa. Mas quando o crescimento enfraquece enquanto a inflação segue alta, chegamos ao quadrante atual, que chamamos de **estagflação**.

Vale ressaltar, no entanto, que, aqui, “estagflação" é um rótulo nosso para crescimento fraco com inflação persistente, e não a definição formal dos anos 1970. E, além disso, o fato de o *momentum* da economia estar em qualquer um dos quadrantes não é um veredito. O mapa desloca probabilidades, não entrega certezas.



O mapa de regimes: dois eixos, quatro ambientes. O ponto laranja marca onde estamos hoje.

Fonte: Itaú USA Asset Management

O que os dados mostram

A leitura do nosso momento atual é interessante, e os números pedem cuidado. Quando olhamos o mapa procurando entender o comportamento das ações, o eixo que mais nos importa é o de crescimento e, no atual cenário, ele perdeu amplitude, mas a média esconde algo importante.

"Estagflação" não é um regime único, ele se divide em três. Em dois deles, um choque de oferta domina, e o que muda é o desfecho: no primeiro, o choque rompe o sistema – o crédito trava, os salários reais se deterioram e as ações caem fortemente; no segundo, o choque é absorvido pelos salários, a inflação se retroalimenta e as ações sofrem também. Juntos, esses dois estados severos respondem por cerca de um terço dos meses de estagflação.

O terceiro é o mais comum e o mais brando: inflação persistente durante desacelerações suaves, sem choque visível nos mercados. É esse regime, benigno historicamente, que observamos em dois a cada três meses do quadrante que estamos.

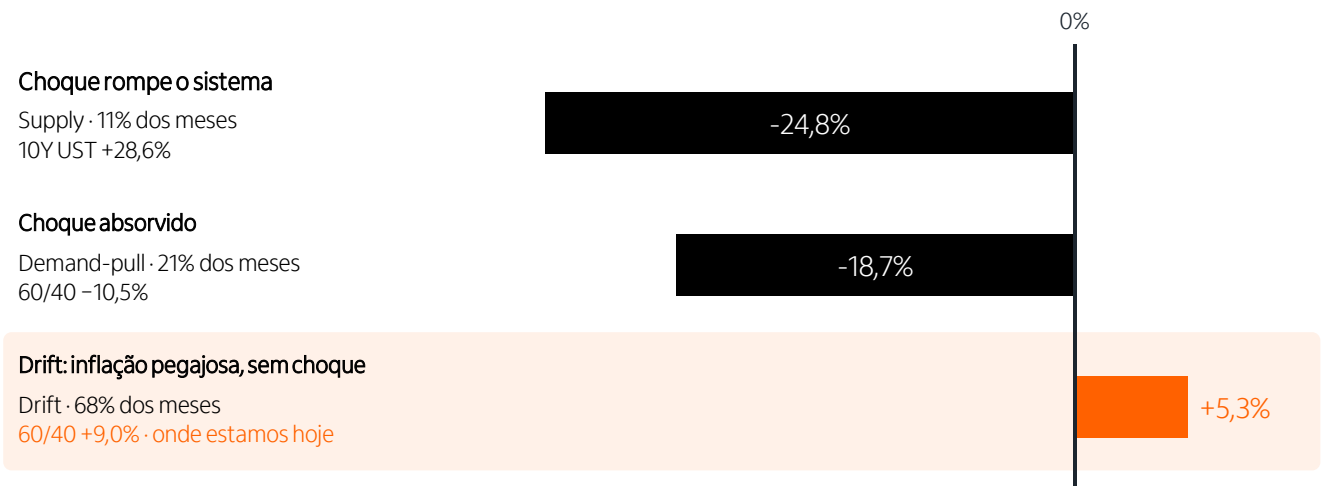
Ao longo de cinco décadas, uma carteira balanceada rendeu cerca de +9% ao ano nesse ambiente, e as ações americanas algo próximo de +5% acima da inflação. O retorno médio negativo do quadrante inteiro vem justamente dos poucos episódios de choque – não da maioria dos meses.

Os episódios severos, que marcam mais a exceção do que a regra, costumam ser bem conhecidos, como o choque do petróleo dos anos 1970 e o aperto de 2022; mas o estado mais brando marcou boa parte dos anos 1980, 2011 e 2018.

E o que separa um estágio do outro normalmente é o crédito: enquanto os *spreads* seguirem comportados, como hoje, a estagflação é um rótulo, não uma realidade econômica, como resume o quadro abaixo.

Estagflação não é um regime só — são três

Retorno real anualizado do S&P 500 em cada sub-regime - a barra é o retorno; o rótulo à esquerda, a frequência histórica



Fonte: Itaú USA Asset Management, com dados de FRED, BLS, LBMA e OCDE. Retornos reais anualizados por sub-regime; mercados desenvolvidos, 1971–2024.

O que mudou

Nos últimos meses, o eixo do crescimento perdeu amplitude – menos setores e regiões acelerando ao mesmo tempo – enquanto a inflação seguiu espalhada por muitas categorias.

Em termos do mapa, a leitura caminhou para o quadrante de crescimento mais fraco e inflação persistente. O crescimento saiu de uma leitura ampla para uma estreita; a inflação, de contida para difusa. O crescimento foi impactado negativamente principalmente por alguns países europeus, enquanto indicadores dos EUA permaneceram benignos. Não é um colapso; é uma inflexão – e é exatamente o tipo de sinal que o mapa existe para captar cedo.

Por que neutros, e não "*under*" em ações

Quando adotamos uma posição *overweight* em ações há alguns meses, decidimos expressar essa visão por meio de uma posição *overweight* em ações dos EUA, baseada em dois fatores principais.

Primeiro, a economia americana está melhor preparada para lidar com o choque do petróleo decorrente do conflito com o Irã, especialmente considerando que as tensões voltaram a se intensificar, em comparação com outras regiões que acompanhamos, como a Europa.

Naquele momento, também já havíamos percorrido cerca de 70% da temporada de resultados do primeiro trimestre, e as empresas estavam superando as expectativas de lucro em aproximadamente 20%, frente a uma média histórica de "*earnings beat*" próxima de 5% (o resultado final ficou mais próximo de 15%). Esse desempenho levou a revisões positivas dos lucros nos EUA, apontando agora para um crescimento superior a 20% dos lucros do S&P 500 em 2026.

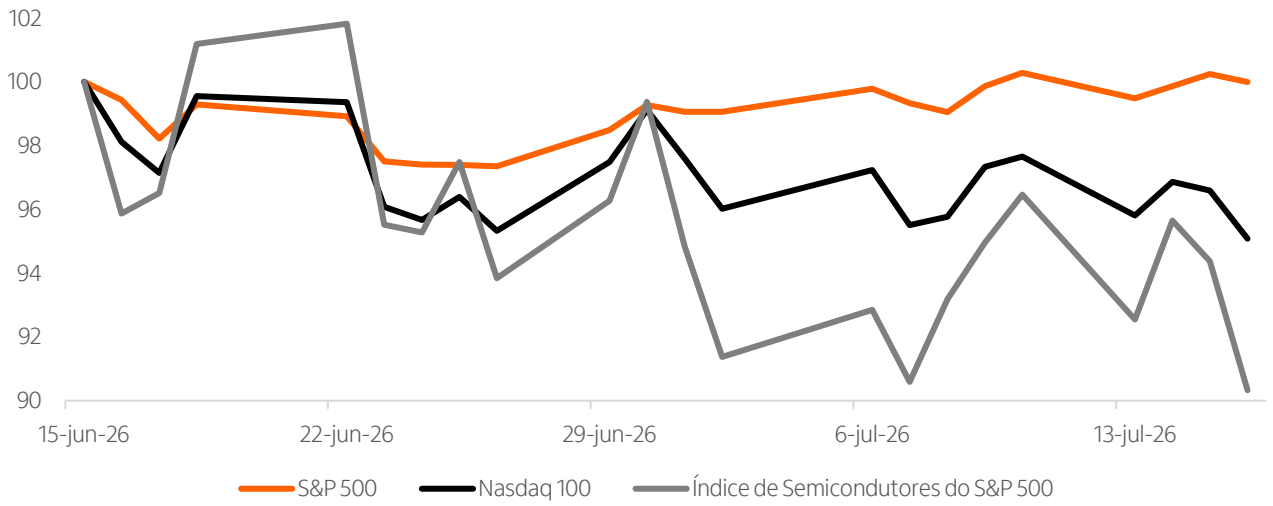
Estamos agora no início da temporada de resultados do segundo trimestre, com os principais bancos americanos divulgando resultados robustos, o que levou a uma leve alta do setor. Embora isso seja um sinal positivo, o setor de tecnologia dos EUA possui um peso muito maior no S&P 500, e as empresas desse segmento divulgarão seus resultados nas próximas semanas.

Seguimos acreditando que os fundamentos do setor são favoráveis, mas não está claro quão elevadas estão as expectativas dos investidores, especialmente considerando que o posicionamento já parece bastante carregado. A questão é: os investidores estão esperando o mesmo "*earning beat*" de dois dígitos observado no primeiro trimestre ou o ganho histórico de aproximadamente 5% já será suficiente?

Temos observado alguns indícios de expectativas elevadas, uma vez que anúncios recentes de resultados de empresas globais de tecnologia, como Samsung, ASML e Taiwan Semiconductor, foram recebidos com desempenho relativamente fraco de suas ações.

Para além disso, também acompanhamos indicadores de *momentum*. Nesse caso, o S&P 500 continua próximo de máximas históricas, mas estamos observando um aumento da volatilidade abaixo da superfície, algo que pode ser visto no gráfico a seguir, que mostra a pior performance do Nasdaq 100 (-5%) e do Índice de Semicondutores (-10%) ao longo do último mês. Isso ainda não impactou o mercado mais amplo, mas merece atenção.

Performance do S&P 500, do Nasdaq 100 e do Índice de Semicondutores do S&P



Fonte: Bloomberg e Itaú Investment Solutions

Diante disso, poderíamos ter reduzido nossa posição em ações para *underweight* em algumas regiões fora dos EUA, como Europa, Japão e Ásia, já que elas são mais afetadas pelo quadrante de crescimento e inflação (principalmente devido ao maior impacto dos preços do petróleo). Porém, entendemos que fazia mais sentido mover os EUA para uma posição neutra, pois desejamos avaliar os resultados das empresas americanas nas próximas semanas, uma vez que posicionamento e *momentum* podem representar um risco. Essa postura nos permite analisar os resultados com mais calma e reavaliar o cenário posteriormente.

No que diz respeito especificamente ao nosso mapa, é preciso destacar que o quadrante mensal é a primeira de duas camadas de decisão. A segunda é um modelo estatístico que lê, semana a semana, o "humor" de risco dos próprios mercados – se estamos num regime calmo ou de estresse.

Nesse sentido, o quadrante do nosso mapa diz que a maré macro mudou, e por isso reduzimos o risco tático que mantínhamos em ações, mas o nosso termômetro do humor do mercado indica que o regime de risco da bolsa ainda não virou – segue construtivo.

Atualmente, o crédito segue calmo e o emprego, firme – sinais de que estamos na versão branda, não na severa da nossa "estagflação". Enquanto as duas camadas não apontarem na mesma direção, paramos no neutro: não ficamos esticados, nem defensivos. É a dupla trava que nos protege de agir precipitadamente. E há uma razão mais simples para nunca zerar: o mapa trabalha com probabilidades, não com certezas. Mesmo neste quadrante, as ações americanas subiram em cerca de metade dos meses desde 2000 – ficar fora do mercado significaria abrir mão de todos eles.

Do mapa à carteira

Traduzir a nossa leitura do mapa em posição tem uma lógica simples. Temos uma carteira estratégica que funciona como uma âncora de longo prazo, desenhada para os objetivos de cada mandato. Em torno dela, fazemos ajustes táticos dentro de um orçamento de risco: o quanto nos permitimos divergir da âncora.

As alavancas são poucas e claras: caixa, ações, renda fixa e commodities, com o ouro à parte. É o que estamos fazendo agora. Com a leitura do mapa em estagflação, reduzimos as ações a um peso neutro em relação à carteira estratégica – reduzindo o risco tático que mantínhamos em bolsa, sem ficar abaixo do neutro.

Ao mesmo tempo, mantemos a *duration* dos juros abaixo do estratégico – não é hora de adicionar renda fixa longa – e direcionamos esse risco para o caixa, que aumenta. Enquanto isso, o ouro, positivo nos quatro quadrantes ao longo do tempo, segue com leve sobrepeso.

Essa é a nossa maneira de seguir, como sempre, mais interessados em não cometer erros graves do que em acertar previsões na mosca. Afinal, acreditamos que é a consistência e a disciplina que nos trará os melhores resultados ao longo do tempo.



Principais conclusões

- "Estagflação" não é um regime único, são três. Dois deles são estados severos e raros, com choque, e um deles é mais moderado e persistente, que é onde estamos agora. O retorno negativo médio desse quadrante do nosso mapa em que nos encontramos atualmente vem desses poucos choques, enquanto isso, em metade dos meses de "estagflação" desde 2000, as ações subiram.

- O que separa um regime do outro normalmente é o crédito. Enquanto os *spreads* seguirem comportados, como hoje, a "estagflação" é um rótulo, não uma realidade econômica.

- Diante da mudança de quadrante no nosso mapa, reduzimos as ações a um peso neutro frente a carteira estratégica, mantivemos a *duration* dos juros abaixo do estratégico e direcionamos o risco para o caixa, enquanto o ouro segue com leve sobrepeso.

- Não agimos com o quadrante mensal sozinho. Como o regime de risco da bolsa ainda não virou, paramos no nível neutro – nem esticados, nem defensivos.

- Reduzir risco não é decisão de tudo ou nada. O ajuste é caminhar para o neutro em ações e privilegiar o caixa, mas sem sair do mercado.

Veja também



A **taxa Selic** está mesmo **tão alta**?

Acessar relatório



Transição no Fed deve ser turbulenta.
O que esperar da **renda fixa americana?**

Acessar relatório



A **inflação nos EUA** está mais contida? O que isso significa para os **investimentos em Treasuries**?

Acessar relatório

Este e muitos outros conteúdos **você encontra em um só lugar**

Private Insights

O que achou deste conteúdo?



Disclaimer

Este material foi preparado pelo Banco Itaú International e disponibilizado pelo Itaú Unibanco S.A ("Itaú Unibanco"). Este documento contém informações obtidas de fontes consideradas confiáveis pelo Banco Itaú International e reproduzidas no todo ou em parte e na forma original ou modificada. Ele está sendo fornecido apenas para fins informativos e não pretende ser uma recomendação ou oferta para um produto, serviço ou opinião legal.

Este relatório não deve ser considerado um relatório de análise para os fins da regulamentação que dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários.

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

As opiniões expressas neste relatório refletem única e exclusivamente as visões e opiniões pessoais do analista responsável pelo conteúdo deste material na data de sua divulgação e foram produzidas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao Itaú Unibanco, à Itaú Corretora de Valores S.A. e demais empresas do grupo econômico do Itaú Unibanco.

O Banco Itaú International e o Itaú Unibanco não garantem a precisão das informações contidas neste material e não são responsáveis por quaisquer danos diretos ou indiretos que possam resultar do uso deste material e de seu conteúdo. Este documento e qualquer informação relacionada a ele são fornecidos com a condição de que sejam estritamente confidenciais e que nenhuma responsabilidade ou obrigação relacionada a ele se vincule ao Banco Itaú International, ao Itaú Unibanco ou a qualquer de seus executivos, funcionários ou agentes.

O Banco Itaú International e o Itaú Unibanco não garantem que essas informações sejam atuais e não tem obrigação de atualizá-las no futuro.

O Banco Itaú International e o Itaú Unibanco se reservam o direito de alterar ou excluir qualquer parte das informações aqui contidas sem aviso prévio.

Este documento não leva em consideração objetivos individuais de investimento, condição financeira ou necessidades dos investidores. As informações contidas no documento não devem, em circunstância alguma, por si só, constituir fundamento para qualquer decisão de investimento. Além disso, não exclui nem substitui a análise que deve ser realizada por qualquer investidor antes de tomar uma decisão de investimento. Nem as informações nem as opiniões aqui expressas constituem uma oferta ou convite para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou produtos de investimento.

Os investidores devem procurar consultoria financeira tributária jurídica e/ou contábil independente, conforme o caso, antes de tomar qualquer decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. As decisões de investimento só devem ser tomadas após a compreensão dos riscos envolvidos, a análise dos objetivos pessoais e a leitura cuidadosa do material de vendas e outros documentos relacionados ao investimento desejado.

As contas mantidas no Banco Itaú International são regidas pelos termos e condições específicos sob a jurisdição dos Estados Unidos da América.

Este documento e qualquer informação fornecida em conexão com este documento são estritamente confidenciais e não podem ser reproduzidos ou redistribuídos a terceiros sem o consentimento expresso por escrito do Banco Itaú International ou do Itaú Unibanco.