

Sumário

MUNDO

Voltamos a ter aumento de casos de Covid, mas a princípio com menos hospitalizações e óbitos.

MERCADO

Tivemos o famoso rally de fim de ano para a maioria dos ativos de risco.

BRASIL

Mercado local teve bom desempenho em Dezembro, mas cenário segue complexo.

Ano Novo, Cenário Antigo

Inteligência é a capacidade de se adaptar à mudança.

Stephen Hawking

Na carta do mês passado fizemos uma retrospectiva do ano de 2021 e elaboramos um olhar prospectivo (resumido) do que esperamos para 2022. A carta pode ser lida aqui: <https://www.taginvest.com.br/arquivos/carta-mensal-novembro-2021.pdf>.

O mês de dezembro foi marcado por uma piora relevante no quadro pandêmico do mundo. Observamos uma explosão do número de novos casos de Covid, especialmente nos EUA e na Europa. Ao contrário dos ciclos anteriores, contudo, até o momento, o aumento exponencial do número de casos não acarretou a elevação, na mesma proporção das “ondas” anteriores, do número de internações e/ou óbitos.

Ainda é cedo para afirmarmos de forma concreta e científica, mas há argumentos de que esta cepa seja menos agressiva e/ou que a cobertura vacinal esteja ajudando a sociedade a administrar a situação de uma maneira mais suave do que no início da pandemia.

De qualquer forma, as próximas semanas ainda devem ser marcadas por um fluxo de notícias mais negativo no tocante aos números de casos ao redor do mundo. Por ora, acreditamos que o impacto econômico seja de pressão baixista no crescimento, porém de maneira pontual e passageira, com novas pressões altistas na inflação, especialmente devido a mais uma quebra da cadeia produtiva global.

Dado o cenário descrito acima, o mercado tem conseguido atravessar este ambiente sem grandes impactos nos preços dos ativos de risco. Isso poderá mudar caso este ciclo dure mais tempo ou se torne mais agressivo, o que não é o cenário base, neste momento.

Na China, vimos sinais incipientes de estabilização do crescimento do país. A estabilização ainda nos parece frágil e instável. O governo vem adotando medidas localizadas e pontuais de suporte à

economia, o que tem ajudado o mercado imobiliário, em especial. Acreditamos que a estabilização pode vir a dar algum alento no humor de curto-prazo, mas seguimos esperando um crescimento estruturalmente mais baixo da China nos próximos anos.

Devemos conviver com um ambiente de “stop-and-go” da economia, onde períodos de estabilização (como o atual), serão seguidos de novas pressões baixistas no crescimento e focos específicos de stress (mercado imobiliário, crédito e afins).

Nos EUA, a economia segue firme, com crescimento robusto. O mercado de trabalho se mostra bastante apertado e os sinais de inflação são crescentes. O Banco Central anunciou uma aceleração de seu processo de normalização monetária, dobrando a redução mensal do QE (*quantitative easing* ou flexibilização quantitativa é uma estratégia de estímulo monetário utilizada pelo banco central de um país). Agora, a expectativa é de que o QE se encerre em março. O Fed já inicia um processo de sinalização de alta de juros para o segundo trimestre de 2022, com o mercado precificando cerca de 3 altas de 25bps no ano.

Acreditamos que a inflação nos EUA (e no mundo) e o cenário para a liquidez global (QE, taxa de juros e afins) serão determinantes para o desempenho dos ativos de risco ao longo deste ano. Ainda vemos este vetor como um dos maiores riscos ao cenário do ano que estamos iniciando.

No Brasil, a inflação continua elevada, o que levou o banco central a endurecer o seu discurso. A Taxa Selic já se encontra próxima aos dois dígitos e deve atingir um patamar em torno de 12% ainda no primeiro semestre de 2022. Há sinais inequívocos de desaceleração do crescimento, a despeito de números mais positivos de emprego, na margem.

As evidências anedóticas sinalizam que a nova onda da pandemia chegou ao Brasil. Acreditamos que dentro de alguns dias veremos os números de novos casos subindo consideravelmente. Isso é apenas uma opinião pelo que temos lido e ouvido no dia a dia. Os dados oficiais, que estão com problemas técnicos, ainda não mostram essa situação.

Para a sociedade, será importante medir o quanto o novo ciclo irá afetar o sistema de saúde. As evidências internacionais, por ora, mostram que a Omicron causa casos mais leves e menos graves, seja pela mutação da cepa ou pela maior cobertura vacinal. Contudo, são evidências e não conclusões científicas concretas.

No que tange a economia, resta saber como os governantes irão administrar o fluxo de notícias ruim. O risco seria novos lockdowns e pressões por mais gastos públicos, usando a pandemia como argumento.

Falando em gastos, o ano termina com uma situação fiscal corrente muito mais construtiva do que iniciou. Há uma probabilidade elevada do Brasil encerrar o ano com superávit fiscal primário. Devemos comemorar este resultado, mas não podemos ignorar o fato de que há enormes pressões políticas por mais gastos em um ano eleitoral como será 2022.

O mês foi de alguma recuperação dos ativos de risco, no Brasil e no Mundo. No Brasil, os ativos locais podem ser classificados como “os patinhos feios” em relação a desempenho ao longo de 2021. O ano foi marcado por queda da bolsa, alta do dólar e forte abertura das taxas de juros.

Os movimentos verificados em 2021 já precificam um cenário desafiador e de enorme incerteza para o país nos próximos meses. Vemos valor em vários ativos, mas entendemos que será um ano de bastante incerteza e, conseqüentemente, de uma volatilidade ainda elevada.

No resto do mundo, a China observou forte queda em seu mercado de ações, fruto da caçada regulatória, pelos problemas no mercado imobiliário e pelos sinais mais negativos de crescimento. Os EUA, e os índices de ações do país, foram, uma vez mais, os destaques positivos do ano.

Aqui, contudo, vale um alerta. A alta da bolsa dos EUA foi bastante concentrada em poucas ações, o que mostra algum nível de desconforto “por debaixo da superfície”. O mesmo desempenho positivo não ocorreu no mercado de renda fixa, que sofreu com a abertura das taxas de juros e alguma abertura de spreads de crédito.

O ano foi bastante desafiador para gestão ativa em ações, tanto no Brasil como nos EUA. No Brasil, o quadro técnico falou mais alto, com os investidores vendendo ações ou fundo de ações para comprar renda fixa. Nos EUA, o desempenho das FAAMGs suportou a alta dos índices. Os fundos que não tinham posições relevantes nessas ações, acabaram apresentando desempenho relativo mais negativo.

Acreditamos que 2022 será mais um ano desafiador. Todavia, vemos oportunidades sendo criadas, e outras que irão aparecer ao longo do ano. Assim, estamos bastante confiantes no trabalho que temos desenvolvido no portfólio dos clientes, trazendo diversificação e consistência de longo-prazo.

Exhibit 1: 2021 return scorecard for benchmark and thematic equity baskets
as of December 31, 2021

2021 return scorecard			
Benchmark	(%)	Equity strategies	(%)
Bitcoin	60	FAAMG	37
Crude Oil	55	Large Cap Core MF	24
S&P 500	29	Wage-Growth Sensitive (GSXUWAGE)	23
Russell 1000 Growth	28	High Stable Gross Margin (GSXUSHGM)	22
Nasdaq	28	US Reopening (GSXUPAND)	17
Russell 1000 Value	25	L/S Equity HF (HFRXEH)	12
Russell 2000	15	Retail Favorites (GSXURFAV)	9
HY credit	5	Global Macro HF (HFRXM)	(1)
IG credit	(1)	US Stay at Home (GSXUSTAY)	(3)
10 year Treasury	(4)	Non Profitable Tech (GSXUNPTC)	(21)
Gold	(4)	China ADR (GSXUCADR)	(46)

Source: FactSet, HFR, Goldman Sachs Global Investment Research

Obs.: O quadro acima mostra a pontuação de retorno de 2021 para cestas de ações de referência e temáticas

Temas de Investimento

Ao longo de dezembro, zeramos, com ganhos expressivos, nossas proteções (“hedge”) na bolsa do Brasil. As proteções no Dólar venceram sem ganhos relevantes.

Neste momento, estamos sem proteções locais nos portfólios. Iremos acompanhar o cenário, nível de preços, valuations, posição técnica e volatilidade para, eventualmente, adicionar algum seguro nos portfólios.

Neste momento, estamos confortáveis que a macro alocação e a seleção de gestores serão capazes de trazer consistências às carteiras neste início de ano.

PROTEÇÕES

Ao longo do mês de junho, voltamos a estruturar operações de proteção no mercado derivativo de Ibovespa e de Câmbio, com estruturas com vencimentos para o final do ano e com perdas limitadas.

Diante da queda do Ibovespa nas últimas semanas, fomos reduzindo essas proteções com ganhos expressivos.

As opções restantes foram realizadas no seu vencimento, muito próximo do ganho máximo. E, iniciamos 2022 sem proteções nas carteiras.

Vale a pena ressaltar que nossa diretriz, nestas operações, é de evitar “cenários caudais”, porém não quedas moderadas. Neste último caso, acreditamos que a devida seleção de gestores e os portfólios balanceados deveriam evitar perdas excessivas dos portfólios.

Entendemos que o cenário ainda é frágil e delicado, propenso a espasmos de volatilidade e perdas em algumas classes de ativos. Contudo, existe hoje um prêmio de risco já considerável nos ativos locais, o que ainda nos mantém alocados no Brasil.

LIQUIDEZ

Nossa liquidez segue em patamares estáveis. Estamos promovendo algumas importantes readequações das carteiras, mas basicamente utilizando a troca de classes e fundos para efetuar essas trocas. Com uma taxa Selic mais alta, o carregamento do caixa também passa a ser mais positivo e só utilizaremos este espaço nos portfólios para alocações táticas, caso oportunidades surjam no mercado.

CRÉDITO HIGH GRADE

Vimos uma estabilização e relevante fechamento de spreads e taxas nos últimos meses.

Mantemos alocação reduzida nesta classe. Por um lado, vemos um carregamento ainda interessante se comparado aos níveis pré-pandemia. Por outro lado, acreditamos que o risco versus o retorno já não é atrativo como há poucos meses.

Nos portfólios internacionais, as taxas e os spreads desses ativos atingiram novos pisos históricos, com a ajuda do excesso de liquidez global. Há alguns meses estamos sem alocações relevantes nessa classe de ativo.

CRÉDITO HIGH YIELD

Acreditamos que os prêmios atuais justificam uma alocação bastante diversificada nesta classe, em gestores ativos, com histórico longo no Brasil e que trabalham com estruturas muito amarradas de garantias para as operações.

Nos portfólios internacionais, as taxas e os spreads desses ativos atingiram novos pisos históricos, com a ajuda do excesso de liquidez global. Há alguns meses estamos sem alocações relevantes nessa classe de ativo.

MULTIMERCADOS

Continuamos a promover uma diversificação entre as subclasses dessa classe. Gostamos de fundos mais diversificados e que visam “alpha” ao invés de “beta” aos mercados de câmbio, juros e bolsa local, tais como: Long-Short, Quantitativos, Coleta de Prêmio de Risco, entre outros.

RENDA VARIÁVEL/AÇÕES

Reduzimos alocação na classe de maneira orgânica no segundo semestre do ano. Optamos por não promover uma readequação das carteiras, neste momento. Seguimos mais alocados em gestores ativos e de valor.

A recente queda do Ibovespa, aliada a uma temporada de resultados positiva para a média de empresas listadas na bolsa, levou o valuation do Ibovespa para níveis historicamente atrativos em relação a Preço/Lucro (P/L) – um importante indicador de valuation de mercado.

Entendemos que devemos enfrentar espasmos de volatilidade e correções, devido ao cenário macroeconômico e ao quadro político frágil, mas acreditamos na boa perspectiva desta classe a longo-prazo.

INVESTIMENTOS NO EXTERIOR

Nossa postura continua a ser de elevar as alocações nessa classe de ativos. O argumento principal se baseia em diversificar para além do “Risco Brasil”, além de ter exposição a outras classes de ativos e regiões do mundo. Este tipo de movimento ajuda a aumentar os ganhos das carteiras no longo-prazo e, muitas vezes, com menos volatilidade.

Neste momento, estamos focados em elevar as alocações em Hedge Funds globais e nichados, que buscam retornos absolutos, com baixo “beta” aos mercados de renda variável e crédito globais, e sem nenhuma correlação com ativos no Brasil.

Ainda trabalhamos com um cenário construtivo globalmente, mas estamos desconfortáveis com o nível de preços e valuations de alguns nichos do mercado internacional.

PRIVATE EQUITY/VENTURE CAPITAL

Seguimos construtivos e aumentando os investimentos de longo prazo nessas classes de ativos menos líquidas. Vemos potencial grande de valorização em setores e empresas que tem muito crescimento e ainda pouca ou nenhuma penetração na bolsa de valores local. Ademais, o mercado de fusões e aquisições está bem aquecido, o que tem feito alguns cases maturarem antes do esperado e gerado retornos ainda mais interessantes.

FUNDOS DE INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS (FII)

No mês de abril de 2020 iniciamos a alocação em um fundo de fundos de FII com um parceiro estratégico focado no setor imobiliário. Acreditamos que, a despeito da pandemia, este é um mercado em evolução no Brasil onde diversas oportunidades irão existir nos próximos meses e anos.

Após a divulgação da proposta de Reforma Tributária recomendamos a elevação da alocação nesta classe.

Essa classe sofreu um golpe duplo este ano, com forte alta da taxa de juros futuros e uma proposta de Reforma Tributária que afeta em muito a classe. Nos atuais níveis de preço e taxas de retorno, gostamos de acumular alocação nessa classe. Preferimos focar as alocações em fundos de fundos, com gestão ativa e dinâmica, onde uma gestão profissional e focada trará enormes vantagens de alocação ao longo do tempo.

