

Sumário

MUNDO

Reabertura da China traz esperanças, mas inflação no mundo ainda é um problema.

MERCADO

Alta volatilidade ao longo do mês.

BRASIL

Sinais menos negativos.

Cenário *versus* Preços

"Uma margem de segurança é alcançada quando os títulos são comprados a preços suficientemente abaixo do valor subjacente para permitir erro humano, má sorte ou extrema Volatilidade em um mundo complexo, imprevisível e em rápida mudança."

Seth Klarman

Maio foi marcado por uma elevada volatilidade no preço dos ativos de risco. Após uma primeira quinzena de forte pressão, observamos uma recuperação dos mercados ao final do mês. Este mês, gostaríamos de fazer uma breve atualização de cenário e passar um pouco mais a fundo em como está nossa visão para os mercados.

No Brasil, o governo continua anunciando medidas que visam gerar um alívio da inflação à sociedade, ao custo de alguma piora fiscal à frente.

Temos uma visão menos negativa do que a média com os ativos locais, pois acreditamos que, a despeito de uma inflação ainda alta, estamos próximos do fim do ciclo de alta de juros, o crescimento está (na margem) mais positivo do que o imaginado e a situação fiscal corrente ainda é "saudável", a despeito dos riscos futuros.

Além disso, já há enorme prêmio de risco e margem de segurança no *valuation* dos ativos locais, o que é corroborado pelas simulações feitas pelo BTG Pactual para o Ibovespa (vide tabela 1 abaixo).

No cenário internacional, a inflação no mundo e a necessidade de normalização monetária continuam sendo os dois principais vetores de direcionamento do cenário e dos mercados. Não vemos mudanças nesta frente.

A guerra na Ucrânia é outro ponto nefrágico onde não há avanços ou alterações de perspectiva.

Nos EUA, alguns indicadores incipientes apontaram para alguma desaceleração da economia. Ainda é cedo para termos conclusões mais concretas em relação a essa desaceleração, mas certamente é um vetor que gera desconforto no mercado e precisa ser monitorado.

Por fim, vemos uma melhora de cenário prospectivo para a China. Com o impacto da pandemia e a visível desaceleração do crescimento, o Governo já sinalizou que deve começar a aliviar as medidas de restrição social nos próximos dias, ao mesmo tempo em que anuncia medidas mais proativas e agressivas de suporte ao crescimento.

Com isso, aumenta a expectativa de uma melhora no cenário de curto-prazo para o crescimento do país e do mundo.

Acreditamos que a pandemia na China representava (ou representa) um dos vetores de pressão no mercado. O seu endereçamento pode vir a retirar uma parte dos prêmios de risco que vinham sendo embutidos nos ativos de risco.

De qualquer forma, a inflação no mundo, a redução de liquidez global e o risco de desaceleração do crescimento nos EUA ainda são os principais temas a serem monitorados. Nenhum deles com mudanças substanciais de perspectivas.

Quando estruturamos nossos portfólios, iniciamos nosso processo olhando para o cenário econômico, seguindo um fluxo que chamamos de “top-down” ou, de cima para baixo. Esta é a primeira etapa do processo de análise. Uma vez que tenhamos identificado o cenário base, em que nossas posições centrais estarão concentradas, tratamos de mapear eventuais riscos, positivos ou negativos, que podem vir a afetar nossas carteiras e, eventualmente, precisam de posições para compor nossos portfólios.

Contudo, a análise profunda do cenário econômico central e seus riscos é apenas o passo inicial deste processo. Uma segunda etapa, não menos importante, fica por conta da análise de preços, *valuations* e posição técnica do mercado.

De nada adianta, por exemplo, estarmos negativos com o cenário, mas com preços que já embutem uma perspectiva ainda pior, mais negativa do que a nossa visão. Isso também vale para os cenários positivos. Por isso que a análise de posição técnica, preços e *valuations* é tão importante neste processo.

Neste início de ano, a despeito de ainda trabalharmos com um cenário desafiador para o Brasil, víamos uma posição técnica mais saudável depois da forte correção de preços e *valuations* verificada no segundo semestre do ano passado. Isso explica o porquê mantivemos nossas posições, especialmente em renda variável e câmbio, em patamar neutro.

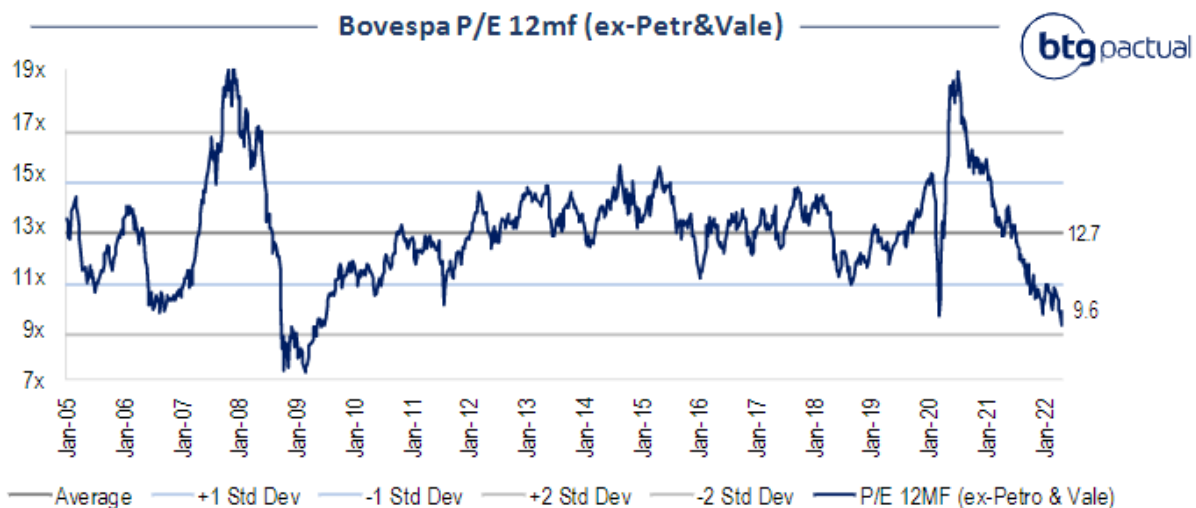
No caso do cenário internacional, víamos uma deterioração galopante do cenário, com preços, *valuations* e posição técnica pouco saudáveis, especialmente nos EUA. Assim, ao longo do tempo, mantivemos posições abaixo da média e, em alguns casos, fomos reduzindo ainda mais essas alocações. Aqui ainda trabalhamos com alto caixa, mas já começamos a ver alguns ativos chegando em níveis interessantes, principalmente no mercado de crédito *high yield*.

Nosso cenário, no geral, não sofreu grandes alterações. Os preços dos ativos de risco já mostraram alguma correção, especialmente nos ativos internacionais. Ainda esperamos um ano de elevada volatilidade, onde precisaremos ser mais ativos na administração de nossos portfólios.

Table 1: Ibovespa target price sensitivity in different scenarios

	Scenario 1	Scenario 2	Scenario 3	Scenario 4	Scenario 5	Scenario 6
ROE	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
Ke	14.0%	13.0%	12.0%	11.0%	10.0%	9.0%
Inflation	5.5%	5.0%	4.5%	4.0%	3.5%	3.0%
Real rates	5.5%	5.0%	4.5%	4.0%	3.5%	3.0%
Interest rates	11.0%	10.0%	9.0%	8.0%	7.0%	6.0%
Premium	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Growth	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Inflation	5.5%	5.0%	4.5%	4.0%	3.5%	3.0%
Real growth	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%
Target P/E	7.5x	8.5x	9.7x	11.5x	14.1x	18.1x
Current 2021 P/E	7.8x	7.8x	7.8x	7.8x	7.8x	7.8x
IBOV	111,890	111,890	111,890	111,890	111,890	111,890
IBOV Target	107,546	121,885	140,394	165,920	202,791	260,732
Upside	-3.9%	8.9%	25.5%	48.3%	81.2%	133.0%

Source: BTG Pactual estimates



Temas de Investimento

Não tivemos alterações relevantes nas demais classes de ativos.

