

Sumário

MUNDO

Cenário segue nebuloso.

MERCADO

Commodities seguiram o movimento de alta e recuperação das bolsas americanas.

BRASIL

Tivemos mais um mês de forte apreciação dos ativos de risco.

Mercados em Alta, Economia em Baixa

Nunca se mente tanto como antes das eleições, durante uma guerra e depois de uma caçada.

Otto von Bismarck

O cenário internacional recente se mostra um tanto quanto nebuloso, a despeito da evidente recuperação de preços no mercado de ações globais ao longo do mês de março.

Nos EUA, há sinais preliminares de arrefecimento do crescimento, em indicadores de confiança como Michigan Confidence e Consumer Confidence. Estes costumam ser indicadores antecedentes de atividade econômica.

A abertura desses indicadores mostra que o consumidor está cada vez mais pressionado pela inflação mais alta e persistente. Este ambiente inflacionário já começa a afetar os gastos discricionários da população americana, ainda que de maneira incipiente.

Com este pano de fundo, vemos uma forte inversão da curva de juros nos EUA, que costuma ser um sinal de mercado com elevado poder preditivo de futuras recessões. Ainda estamos na fase do ciclo econômico em que a inflação é a principal tese do mercado.

Imaginamos que nos próximos meses, contudo, a discussão e a tese de desaceleração econômica (e eventual recessão) pode crescer. Desta vez, ao contrário do passado recente, a desaceleração ocorreria em um ambiente de inflação mais elevada, em que o poder da política monetária será mais limitado para administrar essa desaceleração (ou totalmente limitado).

Os últimos meses foram marcados por forte abertura de taxa de juros e spreads dos ativos de renda fixa nos EUA. Começam a surgir algumas oportunidades no mercado de crédito privado, mas ainda vemos espaço para deterioração adicional. Não gostamos, ainda, do risco/retorno da bolsa dos EUA nos atuais níveis. De qualquer forma, estamos atentos para atuar de maneira proativa quando as oportunidades surgirem.

Nos parece que houve um ajuste técnico importante de sentimento e posição em março, após um começo de ano bastante conturbado. Acreditamos que os primeiros dias de abril serão fundamentais para “sentir” a dinâmica e o humor do mercado, passado este ajuste e na ausência de mudanças fundamentais de cenário econômico.

A despeito dos rumores de um eventual acordo para um cessar fogo na Ucrânia, não há nenhum evento concreto que nos confirme que estamos próximos do final do conflito. A volatilidade do mercado de commodities ao longo do mês foi extremamente elevada. No geral, o nível de preços desses ativos continua elevado. Gostamos do Ouro para composição dos portfólios.

Na China, a pandemia ainda é um desafio de curto-prazo, enquanto o país ainda lida com os problemas estruturais no mercado imobiliário. Há uma disposição do governo em dar alguma sustentação e sinalização mais positiva para alguns setores da economia. Isso vem dando suporte, por exemplo, as ações de tecnologia chinesas na segunda metade do mês de março. Gostamos, estruturalmente, da tese de China (*China Tech*), mas entendemos que será uma longa e tortuosa jornada.

No Brasil, o grande destaque das últimas semanas ficou por conta da sinalização de que estamos muito mais próximos do final do ciclo de alta da Taxa Selic. Isso ajudou a curva de juros, em especial a parte intermediária da curva, dando ímpeto às ações mais dependentes da economia doméstica e sensíveis aos juros.

Confirmado o pico da inflação (ainda um grande ponto de interrogação), estes movimentos ainda nos parecem ter espaço para continuar. De qualquer forma, ainda vemos diversos riscos altistas para a inflação ao longo do ano. Seguimos gostando, por preços, *valuations* e posição técnica, da bolsa do Brasil e no mercado local de juros.

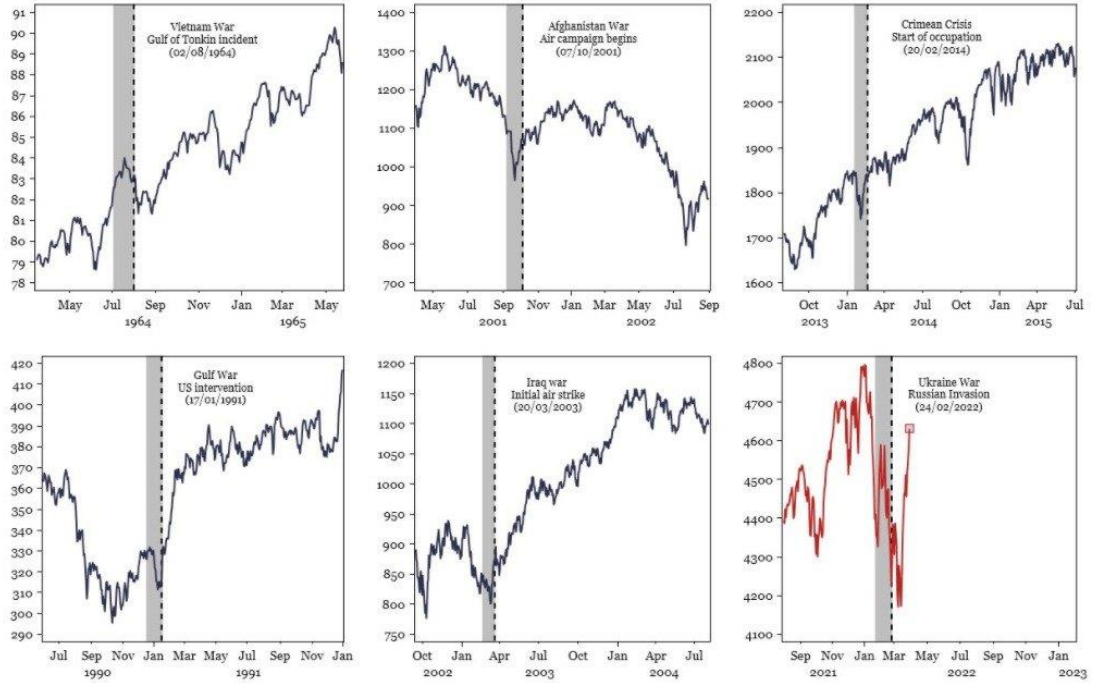
No mercado de câmbio, os juros mais elevados, o fluxo para bolsa e para renda fixa e o pagamento de alguns *deals* (compromissos) de Investimento Estrangeiro Diretos (IED) estão dando forte impulso a valorização da nossa moeda.

Como “contra fluxo, não há argumentos” nos parece difícil, neste momento, prever até onde este movimento poderá ir. Modelos econométricos apontam para mais algum espaço de apreciação do Real, mas em magnitude menor. Com nossos juros chegando ao seu pico, e os juros americanos começando a subir, parte deste ímpeto pode ser perdido, ao longo do tempo. Preferimos uma postura mais neutra neste momento, com algum viés a depreciação de nossa moeda no médio-prazo (6 a 12 meses).

Não fizemos mudanças relevantes de alocação nas últimas semanas. Aproveitamos a recuperação de alguns ativos de risco ao longo do mês (Câmbio, Ibovespa e S&P) para começar a estruturar, novamente, algumas proteções de médio-prazo (2 a 4 meses) nos portfólios.

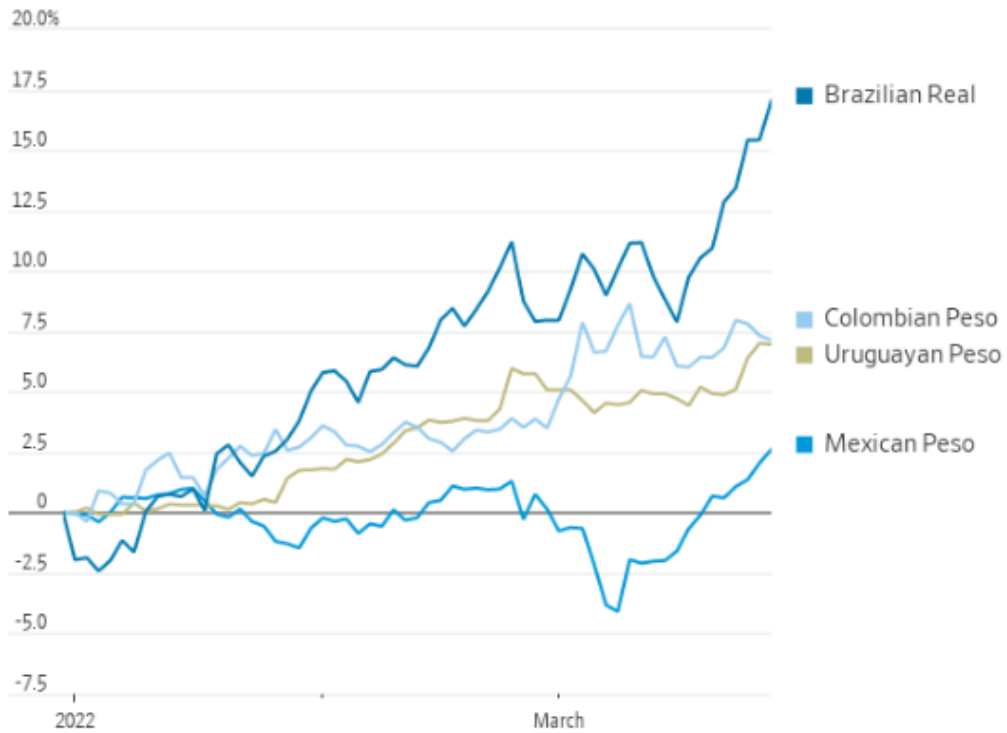
Ainda esperamos um ano no qual irá imperar a volatilidade dos ativos internacionais, sem grandes movimentos direcionais. O Brasil ficará susceptível a essa volatilidade, mas os *valuations* e posição técnica devem trazer uma defesa importante para nossos ativos. A corrida eleitoral deverá ganhar maior espaço como tese de investimentos nos próximos meses.

S&P 500 - shown at the onset of six major conflicts



Fonte: Twitter

Percent change versus U.S. dollar



Source: Tullett Prebon

Exhibit 3: Inflation is the number one concern for consumers, and the Fed.



Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research

Temas de Investimento

RENDA VARIÁVEL INTERNACIONAL

Por uma questão de preço e *valuation*, consideramos que a Bolsa Americana está com uma pior relação risco x retorno, principalmente quando comparamos com a bolsa europeia, que não teve a recuperação que ocorreu nos EUA.

PROTEÇÃO INTERNACIONAL

Adicionamos uma posição pequena de ouro nas carteiras offshore, como forma de proteção em carteiras que tenham exposição às bolsas internacionais.

Não tivemos alterações relevantes nas demais classes de ativos.

