TAG
INVESTIMENTOS

Carta Mensal

NOVEMBRO 2022

O QUE ESPERAR PARA 2023

"É difícil fazer previsões, especialmente sobre o futuro."

Autor Desconhecido

BRASIL, MUNDO E MERCADO

Este é aquele difícil momento do ano em que paramos para refletir qual será o cenário econômico mais provável para 2023, precisando ter a enorme humildade de reconhecer, como já dizia John Kenneth Galbraith, que "a única função das previsões econômicas é fazer a astrologia parecer respeitável."

Como economistas de formação, mas como gestores de profissão, temos a consciência de que a maior parte das previsões se provarão erradas ao longo do tempo. Como investidores profissionais, contudo, precisamos trabalhar com cenários probabilísticos e compará-los ao que está precificado em cada ativo financeiro para, só então, conseguir construir portfólios resilientes e consistentes ao longo do tempo.

Reservaremos o espaço deste mês para tratar do cenário econômico global e local. Ainda teremos a oportunidade, antes do final deste ano, de comentar, diante deste cenário desenhado este mês, de como vemos a melhor maneira de posicionar nossos investimentos. Abaixo, discorremos um pouco sobre o cenário central para cada região do mundo, tentando trazer uma reflexão sobre quais são os riscos e suas probabilidades em torno deste cenário base.

Nos EUA, esperamos uma razoável desaceleração do crescimento. Acreditamos que o risco de recessão no país seja elevado e mais alto do que o mercado precifica atualmente. A inflação deverá ceder, mas ainda se manter em um patamar relativamente elevado para os padrões históricos recentes. O banco central do país deve encerrar o ciclo de aperto monetário com juros em torno de 5%aa e mantê-lo em patamar mais elevado por mais tempo do que os investidores esperam. Podemos descrever o cenário como desafiador, mas ainda não absolutamente negativo. Os riscos, em nossa visão, são de um cenário mais negativo do que este descrito anteriormente.

Na Europa, a região deve conviver com uma recessão mais acentuada e começando antes do que aquela dos EUA. A inflação deve se manter alta por algum tempo, mas o banco central da região não deverá ser capaz de elevar os juros na mesma magnitude do que aquele que veremos nos EUA A Guerra na Ucrânia e a situação da China (que comentaremos a seguir) são vetores que podem trazer riscos positivos ou negativos para o cenário. Entretanto, são eventos que temos baixíssima visibilidade ou vantagem comparativa em termos previsões mais precisas. Uma crise energética mais grave na região, consequência do conflito na Ucrânia, ainda é um risco real e extremamente maléfico à saúde econômica e social da Europa. Este é um tema que o mundo ainda deverá conviver nos próximos meses.

A China deverá continuar convivendo com vetores distintos em sua economia. O país me parece

em um estágio mais avançado do ciclo econômico e alguns vetores mais positivos (ou menos negativos) podem dar algum suporte para a economia chinesa. Primeiro, o país vem digerindo a crise no mercado imobiliário e 2023 pode ser um ano ainda desafiador, porém um pouco mais ameno para o setor. Segundo a política de Covid Zero, que foi um grande vetor de pressão ao crescimento, parece estar fadada a ser encerrada gradualmente nos próximos meses, principalmente se novas vacinas surgirem e a questão sanitária ser mais bem conduzida por lá. Não esperamos uma recuperação rápida e acentuada do país, mas uma caminhada rumo a uma situação um pouco mais construtiva do que aquela vivida nos últimos 12 a 18 meses. O risco negativo está na possibilidade de uma retomada mais lenta do mercado imobiliário e da Covid, assim como algum "evento de cauda" na economia. O risco positivo estaria em uma recuperação mais acelerada de um ou de ambos estes vetores.

O Brasil é um caso à parte. Ainda escrevemos este texto no meio da discussão do que será o quadro fiscal do país em 2023 (e nos anos subsequentes). As escolhas do Congresso e do novo Governo eleito serão fundamentais para a direção da economia nos próximos meses. Tendo feito este "disclaimer" da baixa visibilidade do mercado local, esperamos uma desaceleração do crescimento do país. De um crescimento em torno de 3% em 2022, para um crescimento menor do que 1% em 2023. Não descartamos uma desaceleração ainda maior, com números próximos a zero ou com uma queda de PIB, como cenário alternativos, mas de probabilidade não desprezível.

A inflação parece ter atingido o seu pico, mas um descontrole fiscal pode fazê-la acelerar novamente. Esperamos uma inflação mais baixa em 2023, mas com riscos altistas não desprezíveis. Uma probabilidade baixa de desaceleração mais acentuada da inflação estaria ligada a uma recessão global e/ou local, sem depreciação acelerada da taxa de câmbio. Este cenário parece, hoje, pouco provável. Este ambiente deveria favorecer o banco central e manter o seu "plano de voo" de manutenção da Taxa Selic em 13,75% em um horizonte relevante de tempo. O cenário negativo, que vem ganhando corpo, seria de uma nova rodada de alta de juros, para combater a deterioração das expectativas, na eventualidade do debate fiscal se consolidar em campo mais expansionista. Há um cenário de "cauda", mais positivo, de baixa probabilidade, do começo de um processo de corte de juros, caso a inflação arrefeça de maneira mais consistente ao longo do ano.

O Brasil não apresenta um problema de contas externas. Podemos ter mudanças nas fontes de financiamento e maiores dificuldades em balancear os fluxos, na eventualidade de uma deterioração maior do cenário externo e/ou local. Não enxergamos riscos de crises de balanço de pagamentos. Em uma economia de câmbio flutuante, a taxa de câmbio continuará a atuar como um "amortecedor automático" destes fluxos internacionais. O nosso grande ponto de interrogação,

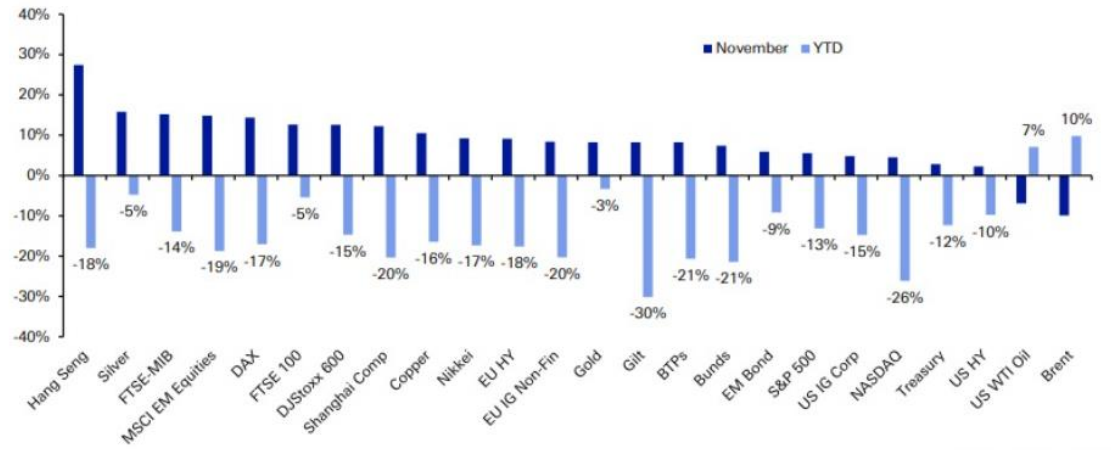
que neste momento somos passageiros da classe política, será a direção fiscal que o país tomará. Não esperamos que o Brasil caminhe na direção mais negativa de países que abandonaram totalmente a ortodoxia econômica e fiscal, mas tampouco acreditamos em um cenário que seja totalmente ortodoxo ou positivo fiscalmente.

Como um pêndulo, o país irá migrar entre o desespero e o otimismo, com um viés maior, pelo que vem sendo ventilado pela mídia neste começo de transição de governo, para um cenário mais negativo. Deveremos conviver com um ambiente de "*stop and go*" em termos de medidas econômicas. Quando "o mercado" e a sociedade reagirem mais negativamente às medidas apresentadas, o governo deverá buscar soluções intermediárias. O Brasil costuma flertar com o abismo, mas dificilmente se joga nele. Certamente, contudo, há riscos mais negativos que não podem ser ignorados e nem descartados neste ambiente de visibilidade mais baixa.

De forma geral, o cenário central para a economia global ainda se mostra desafiador, a despeito da evolução de variáveis como a inflação e a política monetária. A desaceleração do crescimento e o risco de recessão chegam como novos entrando no cenário base e com riscos de deteriorá-lo ainda mais. No Brasil, após um ano de 2022 que surpreendeu em diversas variáveis, entramos em 2023 em bases menos sólidas e com riscos negativos não desprezíveis.

Manteremos os cintos de segurança apertados, pois 2023 ainda promete ser bastante animado!

Figure 1: Total Return Performance of Major Global Financial Assets in November and YTD (USD terms)



Source : Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank

ALOCAÇÃO

No Brasil, após uma redução de alocação no mercado de juros prefixados, vimos uma forte abertura de taxas no pós-eleição. Assim, por nível de preço e com uma posição técnica menos comprometida, estamos voltando, taticamente, para uma posição levemente acima da média nesta classe de ativo. Ainda preferimos a parte curta ou intermediária da curva, em detrimento a curva longa de juros.

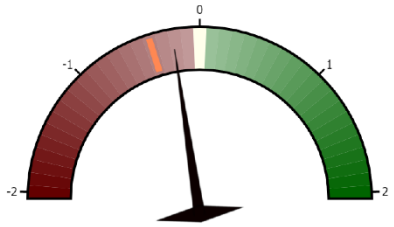
Nos mercados globais, após sinais de flexibilização do Covid Zero na China, ao longo do mês, adicionamos posição nas bolsas do país. Há medidas pontuais de estímulo à economia que também podem ajudar no humor de curto-prazo.

Após forte queda do mercado de commodities, em um racional de preços mais positivos e pano de fundo menos negativo na China, estamos trazendo nossa alocação de -1 para 0. Devido aos riscos de recessão global, ainda não temos convicção em posições acima da média.

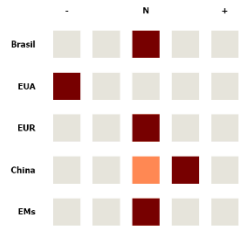
Finalmente, adicionamos crédito high grande americano, na parte curta da curva, com os recentes sinais, mesmo que incipientes ainda, de arrefecimento da inflação e perda de momento do crescimento dos EUA.

TERMÔMETRO DE ALOCAÇÃO

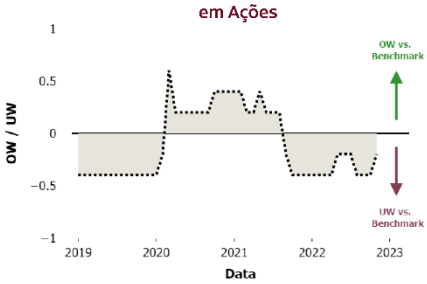
Alocação Estratégica em Ações



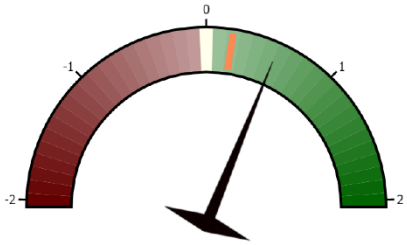
Inclinação em Ações



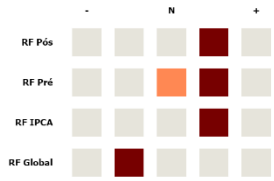
Histórico de Alocação de Risco em Ações



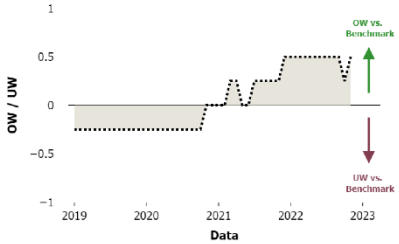
Alocação Estratégica em Juros



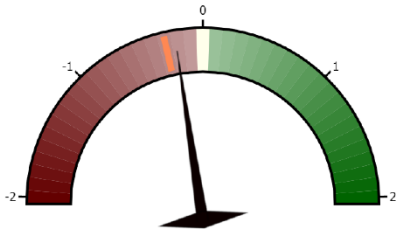
Inclinação em Juros



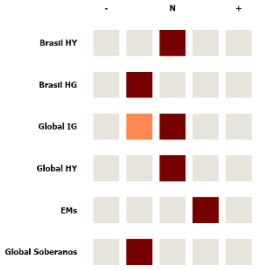
Histórico de Alocação de Risco em Juros



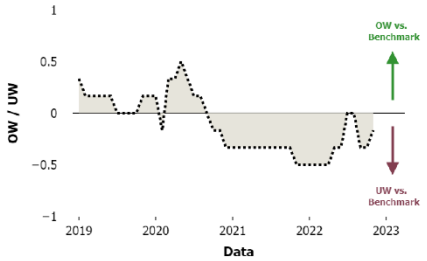
Alocação Estratégica em Crédito



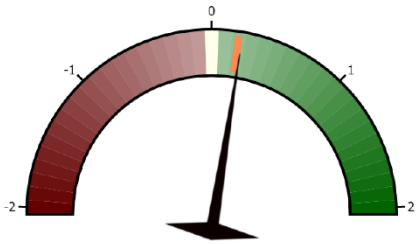
Inclinação em Crédito



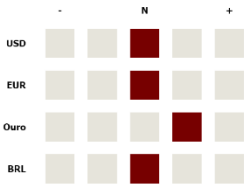
Histórico de Alocação de Risco em Crédito



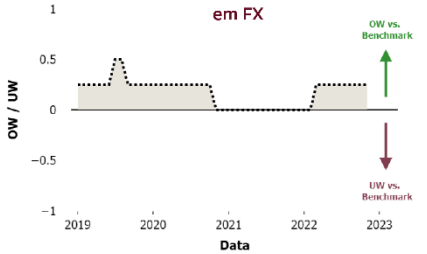
Alocação Estratégica em FX



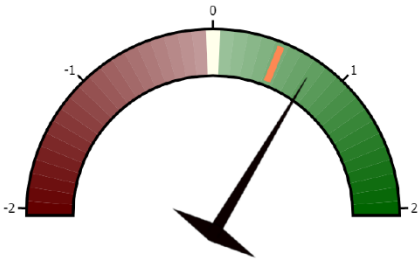
Inclinação em FX



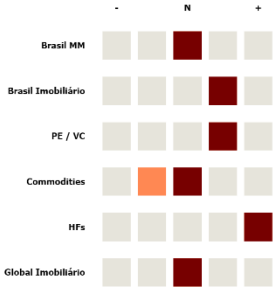
Histórico de Alocação de Risco em FX



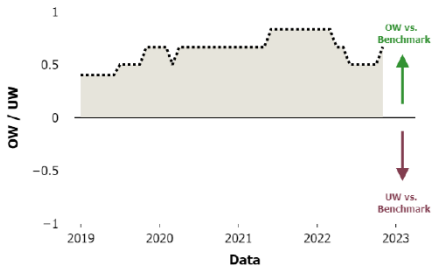
Alocação Estratégica em Alternativos



Inclinação em Alternativos



Histórico de Alocação de Risco em Alternativos



TAG
INVESTIMENTOS

Este material não deve ser considerado como material de venda ou divulgação, e pode ser usado para simular resultados futuros com base em informações passadas, sem qualquer garantia de que os resultados simulados serão obtidos ao longo do tempo.

Autorregulação ANBIMA
Gestão de Patrimônio

abvcap | ANBIMA
Fundo de Acordo com o Código da ABVCAP/ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento em Participações e Fundos de Investimento em Empresas Emergentes.

Autorregulação ANBIMA
Gestão de Recursos