TAG
INVESTIMENTOS

Carta Mensal

DEZEMBRO 2022

Para onde vamos?

Se queres prever o futuro,
estuda o passado.
Confúcio

Cenário

Brasil, Mundo e Mercado

No mês passado, aproveitamos a oportunidade para descrever um pouco do que esperamos para o cenário econômico, local e global em 2023. Nesta última carta do ano, gostaríamos de olhar um pouco para a performance dos ativos de risco e como se posicionar em um ambiente ainda de baixa visibilidade.

Nos últimos dias vimos uma melhora evidente de dinâmica dos ativos locais. Por ora, julgamos este movimento mais positivo apenas como um momento cíclico e, em muito, explicado por fatores técnicos.

Não acreditamos que tenhamos observado mudanças de cenário que justifiquem uma mudança de tendência dos mercados locais. Os investidores pareciam tecnicamente muito posicionados para o lado negativo.

Em um período sazonal de menor liquidez, esta posição técnica mais voltada para o lado negativo pode estar sendo um vetor de sustentação para um movimento mais positivo de curto-prazo verificado em dezembro, mesmo que não tenhamos mudanças de cenário de longo-prazo.

Não há muita discussão de que a bolsa do Brasil (e seus demais ativos, como Juros e Câmbio) estejam baratos. Isso é um consenso. O que precisamos focar, de agora em diante, são nos eventuais triggers (estopins, eventos) que possam mudar a dinâmica e a tendência estrutural, por ora negativa, dos ativos brasileiros. Vamos refletir sobre alguns esses vetores:

Preço/Valuation – Os ativos locais estão em valuations historicamente baixos. Se comparados aos pares internacionais, também vemos descontos relevantes de precificação. Preços deprimidos, sozinhos, são capazes de gerar movimentos de curto-prazo mais positivos, como o que me parece que estamos observando neste momento. Contudo, dificilmente mudam tendências de longo-prazo. Para essas mudanças, outros vetores serão necessários;

Posição Técnica – Os investidores internacionais hoje estão bastante desalocados no Brasil. Os Fundos de Pensão, grandes investidores locais, reduziram substancialmente suas posições em ativos de mais risco. Os investidores do varejo, migraram em peso para posições em renda fixa. O mercado parece pouco alocado no Brasil, no geral.

A posição técnica pode ser um vetor de suporte a movimentos pontuais de recuperação e um pilar de sustentação às mudanças de tendências, mas precisa ser seguido de mudanças fundamentais de cenário. Sem isso, as mudanças de dinâmica raramente são sustentáveis;

Taxa de Juros – O Brasil foi o país que iniciou primeiro e fez o ciclo de ajuste (alta) de juros mais rápido e acentuado do mundo. Este movimento acabou "expulsando" o investidor da bolsa e "empurrando" ele para ativos de renda fixa. Além disso, causou um aperto não desprezível das condições financeiras locais.

As taxas de juros são um dos (senão o principal) componentes para determinar o crescimento econômico de um país e uma variável fundamental para calcular o "valor justo" ou "valor intrínseco" dos ativos locais (em especial, das ações da bolsa).

Juros altos favorecem investidores mais cautelosos e uma perspectiva econômica de menor crescimento. Juros baixos favorecem o crescimento econômico e estimulam os investidores a buscarem investimentos "alternativos" com maior risco.

Uma mudança no ciclo de juros do país pode ajudar a determinar uma mudança mais estrutural da dinâmica dos ativos locais, em especial, da bolsa. No Brasil, em muito, isso dependerá da trajetória do quadro fiscal que será escolhido pelo novo governo eleito;

Política Econômica - Um sinal de maior ortodoxia econômica seria o maior vetor de mudança para o cenário dos ativos locais, neste momento. O cenário prospectivo ainda é desafiador do ponto de vista de crescimento, inflação e fiscal.

Como comentado na última carta, esperamos uma desaceleração do crescimento, uma inflação mais baixa, porém ainda acima da meta do banco central, e as medidas fiscais que estão sendo tomadas neste início de governo assustam pelo excesso de gastos, sem aparente contrapartida de receitas.

No geral, neste momento, temos valuations atrativos, posição técnica saudável para alocações favoráveis ao Brasil, mas ainda nos falta triggers fundamentais para mudanças estruturais de tendências locais.

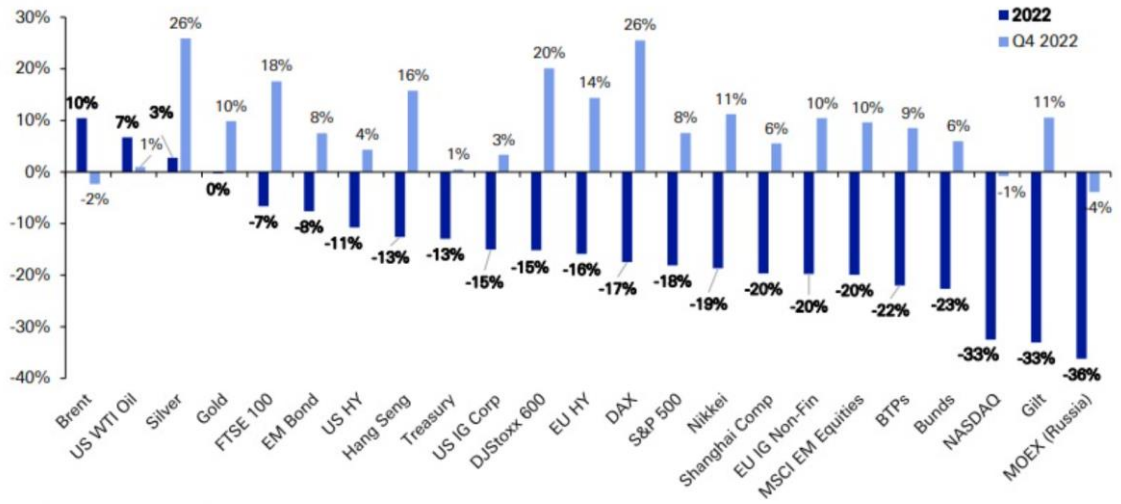
Em 2009 a bolsa (os ativos do Brasil) estava barata e recuperou com a injeção de liquidez global dos bancos centrais após a crise imobiliária dos EUA; em 2016 o impeachment foi o trigger para a recuperação de um mercado com preços baixos, posição técnica saudável e enormes oportunidades de investimentos.

Analisando os resultados do ano fechado de 2022, tivemos um dos anos mais complicados da história, e isso se refletiu na grande maioria das classes de ativos (podemos ver isso nos gráficos abaixo).

Nos próximos meses, precisamos estar atentos a quais serão os eventuais triggers (ou ausência deles), dado que valuation barato está dado e a posição técnica é claramente saudável, para determinarmos a direção estrutural dos ativos locais.

Neste ínterim, teremos uma visibilidade mais comprometida, o que tende a trazer mais volatilidade aos ativos locais.

Figure 1: Performance of Global Financial Assets (USD terms) in 2022 and Q4



Source : Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank

Ranked Asset Class Return by Year. Green Means You're Beating Inflation

Ranking	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
1	REITS (26%)	US 10yr (12%)	MSCI CN (21%)	US Small (37%)	REITS (27%)	MSCI JP (9%)	Commod. (21%)	MSCI CN (51%)	USD Cash (0%)	S&P 500 (29%)	MSCI CN (28%)	REITS (32%)	Commod. (0%)
2	US Small (25%)	TIPS (10%)	MSCI EU (18%)	S&P 500 (30%)	S&P 500 (13%)	REITS (2%)	US Small (19%)	MSCI EM (35%)	US 2yr (0%)	REITS (26%)	US Small (18%)	S&P 500 (20%)	USD Cash (-5%)
3	Commod. (25%)	EM$ Sov. (6%)	Global HY (18%)	MSCI JP (25%)	US 10yr (8%)	US 10yr (1%)	US HY (15%)	MSCI EU (24%)	US 10yr (-1%)	US Small (23%)	MSCI EM (17%)	Commod. (18%)	US 2yr (-10%)
4	MSCI EM (17%)	US IG (5%)	REITS (18%)	MSCI EU (24%)	MSCI CN (7%)	EM$ Sov. (1%)	Global HY (12%)	MSCI JP (22%)	US Agg (-2%)	MSCI EU (22%)	S&P 500 (17%)	MSCI EU (9%)	EM Local (-14%)
5	MSCI JP (14%)	US Agg (5%)	MSCI EM (17%)	US HY (6%)	US IG (7%)	S&P 500 (1%)	S&P 500 (10%)	S&P 500 (19%)	TIPS (-3%)	MSCI CN (21%)	MSCI JP (13%)	US Small (7%)	US HY (-17%)
6	US HY (13%)	REITS (4%)	EM$ Sov. (16%)	Global HY (6%)	EM$ Sov. (6%)	US 2yr (0%)	MSCI EM (9%)	US Small (12%)	US HY (-4%)	MSCI JP (17%)	Commod. (10%)	TIPS (-1%)	TIPS (-18%)
7	S&P 500 (13%)	US HY (2%)	US Small (14%)	MSCI CN (2%)	US Agg (5%)	US Agg (0%)	EM$ Sov. (7%)	EM Local (12%)	US IG (-4%)	MSCI EM (16%)	TIPS (10%)	US HY (-2%)	Global HY (-18%)
8	Global HY (13%)	Global HY (0%)	S&P 500 (14%)	REITS (1%)	US Small (4%)	USD Cash (-1%)	REITS (7%)	Global HY (8%)	EM Local (-5%)	US IG (12%)	US 10yr (9%)	MSCI JP (-5%)	US Agg (-19%)
9	EM Local (11%)	S&P 500 (-1%)	US HY (14%)	US 2yr (-1%)	TIPS (3%)	US IG (-1%)	US IG (4%)	EM$ Sov. (7%)	Global HY (-6%)	US HY (12%)	US IG (8%)	Global HY (-6%)	MSCI EU (-20%)
10	EM$ Sov. (11%)	US 2yr (-1%)	EM Local (13%)	USD Cash (-1%)	US HY (2%)	TIPS (-2%)	EM Local (4%)	REITS (6%)	REITS (-6%)	EM$ Sov. (11%)	US Agg (6%)	USD Cash (-7%)	US 10yr (-20%)
11	US 10yr (8%)	EM Local (-3%)	US IG (8%)	US IG (-3%)	US 2yr (0%)	MSCI EU (-3%)	TIPS (3%)	Commod. (5%)	EM$ Sov. (-6%)	Global HY (10%)	US HY (6%)	US 2yr (-7%)	US IG (-21%)
12	US IG (7%)	USD Cash (-3%)	MSCI JP (7%)	US Agg (-3%)	USD Cash (-1%)	Global HY (-3%)	MSCI JP (1%)	US HY (5%)	S&P 500 (-6%)	Commod. (8%)	Global HY (6%)	US IG (-8%)	MSCI JP (-22%)
13	US Agg (5%)	US Small (-7%)	TIPS (5%)	MSCI EM (-4%)	Global HY (-1%)	US Small (-5%)	US Agg (1%)	US IG (4%)	Commod. (-12%)	EM Local (7%)	MSCI EU (5%)	US Agg (-8%)	EM$ Sov. (-23%)
14	TIPS (5%)	Commod. (-11%)	US Agg (2%)	EM Local (-6%)	MSCI EM (-3%)	US HY (-5%)	MSCI CN (-1%)	US Agg (1%)	US Small (-13%)	US Agg (6%)	EM Local (4%)	EM Local (-8%)	S&P 500 (-23%)
15	MSCI CN (3%)	MSCI EU (-13%)	US 10yr (2%)	US 10yr (-7%)	EM Local (-3%)	MSCI CN (-8%)	US 2yr (-1%)	TIPS (1%)	MSCI JP (-14%)	US 10yr (6%)	EM$ Sov. (4%)	MSCI EM (-9%)	MSCI EM (-25%)
16	MSCI EU (3%)	MSCI JP (-17%)	Commod. (2%)	EM$ Sov. (-7%)	MSCI JP (-4%)	EM Local (-11%)	US 10yr (-1%)	US 10yr (0%)	MSCI EM (-16%)	TIPS (6%)	US 2yr (2%)	EM$ Sov. (-9%)	US Small (-26%)
17	US 2yr (1%)	MSCI EM (-21%)	US 2yr (-1%)	TIPS (-10%)	MSCI EU (-6%)	MSCI EM (-15%)	USD Cash (-2%)	USD Cash (-1%)	MSCI EU (-16%)	US 2yr (1%)	USD Cash (-1%)	US 10yr (-9%)	MSCI CN (-27%)
18	USD Cash (-1%)	MSCI CN (-21%)	USD Cash (-2%)	Commod. (-10%)	Commod. (-18%)	Commod. (-19%)	MSCI EU (-2%)	US 2yr (-2%)	MSCI CN (-20%)	USD Cash (0%)	REITS (-6%)	MSCI CN (-27%)	REITS (-30%)

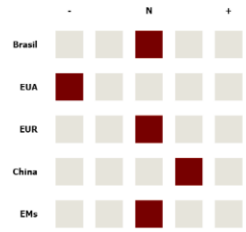
Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research; Note We compute annual returns minus US headline inflation. Green means returns (in USD) beat inflation, and red means returns trailed inflation. Data as of December 30, 2022.

Termômetro de alocação

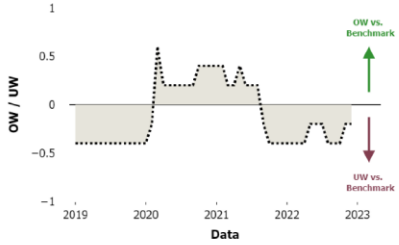
Por classe de ativos

Alocação Estratégica em Ações

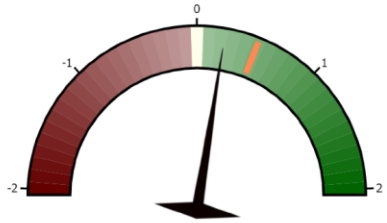
Inclinação em Ações



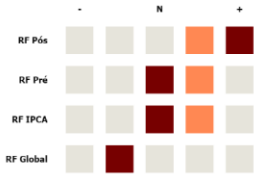
Histórico de Alocação de Risco em Ações



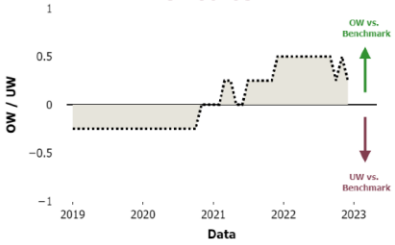
Alocação Estratégica em Juros



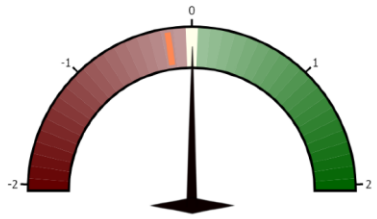
Inclinação em Juros



Histórico de Alocação de Risco em Juros

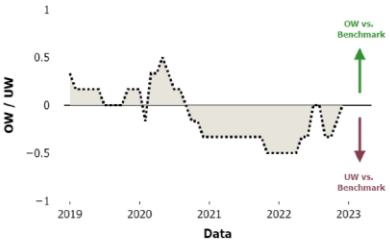


Alocação Estratégica em Crédito

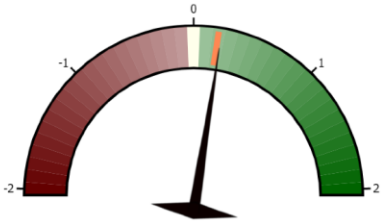


Inclinação em Crédito

Histórico de Alocação de Risco em Crédito

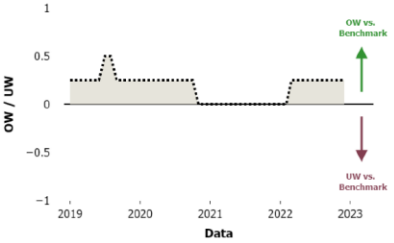


Alocação Estratégica em FX

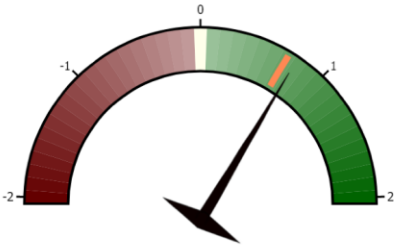


Inclinação em FX

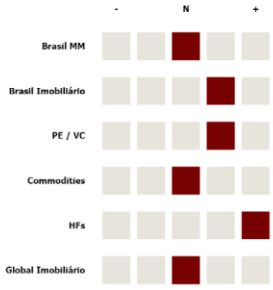
Histórico de Alocação de Risco em FX



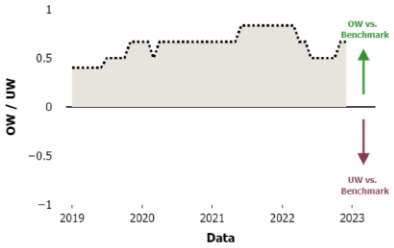
Alocação Estratégica em Alternativos



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