TAG
INVESTIMENTOS

Carta Mensal

JULHO 2023

"Tudo aquilo não passou de um sonho, um sonho... de uma noite de verão."
William Shakespeare

Um verão em **ritmo de festa**

O verão vai se desenrolando no hemisfério norte, número recorde de voos, lugares lotados e temperaturas extremamente quentes. **Nos mercados globais, o clima também é de festa, inflações (cheias) em queda, bancos centrais querendo sinalizar o fim do processo de subida de juros e os mercados de risco em sua marcha para o alto, sem fazer muita conta de prêmios e de remunerações de risco.**

O quadro abaixo, dá uma boa noção do sentimento "*risk on*" em praticamente todas as geografias e classes de ativos.

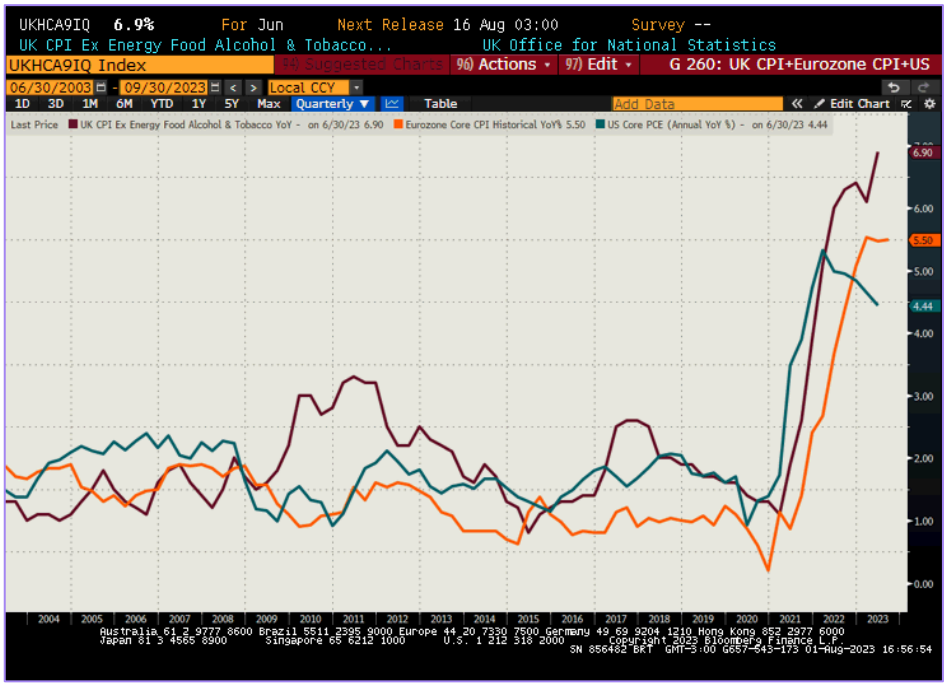
Asset Class Performance YTD, MTD, and 1-Day - Total Return (%)

US Related					Global				
ETF	Description	YTD	MTD	1-Day	ETF	Description	YTD	MTD	1-Day
SPY	S&P 500	20.62	3.27	0.19	EWA	Australia	7.07	3.59	0.99
DIA	Dow 30	8.49	3.49	0.31	EWZ	Brazil	24.07	4.44	1.44
QQQ	Nasdaq 100	44.51	3.86	0.05	EWC	Canada	11.35	3.12	0.84
IJH	S&P Midcap 400	13.40	4.18	0.43	ASHR	China	2.21	7.03	-0.07
IJR	S&P Smallcap 600	11.90	5.53	0.88	EWQ	France	20.85	1.61	-0.10
IWB	Russell 1000	20.57	3.46	0.22	EWG	Germany	21.82	2.63	-0.34
IWM	Russell 2000	14.70	6.11	1.16	EWH	Hong Kong	-3.22	3.52	0.10
IWV	Russell 3000	20.19	3.57	0.29	PIN	India	11.23	2.87	0.70
					EWI	Italy	27.40	5.25	0.45
IVW	S&P 500 Growth	24.86	3.09	0.21	EWJ	Japan	17.32	2.46	-0.44
IJK	Midcap 400 Growth	14.56	3.79	0.26	EWW	Mexico	32.48	4.58	-0.50
IJT	Smallcap 600 Growth	12.43	5.15	0.96	EWP	Spain	22.90	1.52	-0.71
IVE	S&P 500 Value	15.90	3.45	0.20	EIS	Israel	3.11	6.67	1.62
IJJ	Midcap 400 Value	11.92	4.47	0.64	EWU	UK	10.72	2.94	0.06
IJS	Smallcap 600 Value	11.28	6.03	0.86					
DVY	DJ Dividend	-0.51	4.20	0.20	EFA	EAFE	15.54	2.70	0.03
RSP	S&P 500 Equalweight	10.68	3.50	0.31	EEM	Emerging Mkts	11.56	6.04	0.05
					IOO	Global 100	23.13	2.62	0.03
FXB	British Pound	7.87	1.38	-0.17	BKF	BRIC	9.04	8.66	0.94
FXE	Euro	3.48	0.92	-0.25	CWI	All World ex US	14.22	3.48	0.00
FXY	Yen	-8.17	1.16	-0.88					
GBTC	Bitcoin Trust	130.76	-0.31	2.16	DBC	Commodities	0.12	8.72	0.41
ETHE	Ethereum Trust	125.21	7.85	0.06	DBA	Agric. Commod.	8.83	4.08	-0.27
					USO	Oil	4.36	15.14	1.50
XLY	Cons Disc	35.19	2.31	0.57	UNG	Nat. Gas	-49.57	-4.18	0.28
XLP	Cons Stap	2.82	2.13	-0.46	GLD	Gold	7.49	2.29	0.27
XLE	Energy	1.95	7.77	1.90	SLV	Silver	3.04	8.62	1.66
XLF	Financials	4.28	4.81	0.37					
XLV	Health Care	-0.46	1.07	-0.77	SHY	1-3 Yr Treasuries	1.28	0.30	0.02
XLI	Industrials	13.34	2.89	0.24	IEF	7-10 Yr Treasuries	1.30	-0.65	0.13
XLB	Materials	11.37	3.44	0.53	TLT	20+ Yr Treasuries	2.06	-2.54	0.24
XLK	Technology	43.94	2.58	0.23	AGG	Aggregate Bond	2.24	-0.02	0.12
XLC	Comm Services	43.97	5.70	-0.03	BND	Total Bond Market	2.30	-0.12	0.18
XLU	Utilities	-3.39	2.49	0.04	TIP	T.I.P.S.	2.09	0.04	0.03

Past performance is no guarantee of future results.

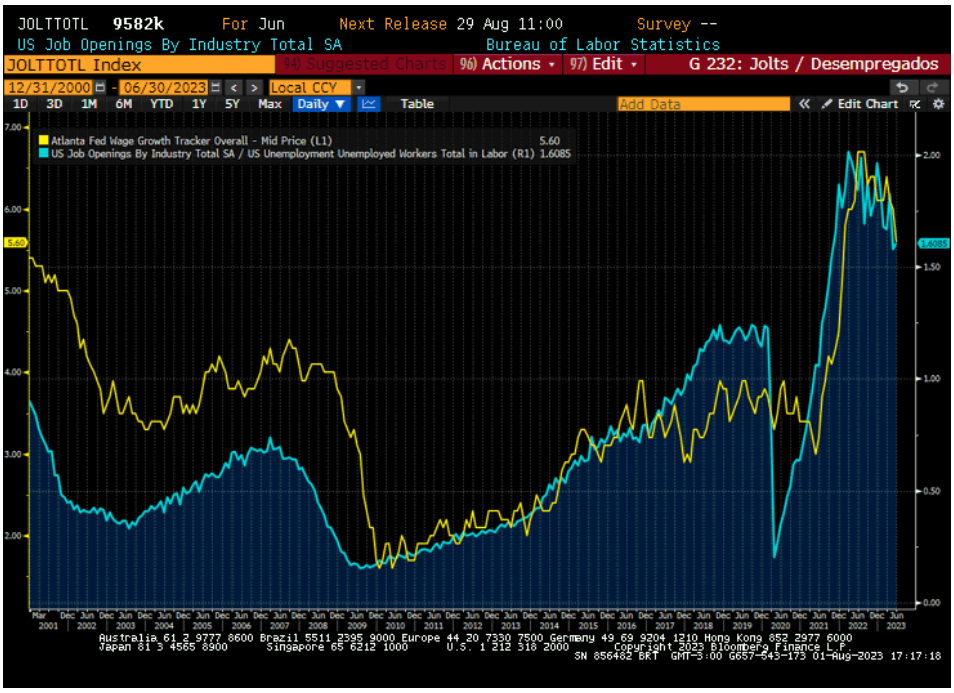
Fonte: Bloomberg.

Em termos de indicadores macro, o mês foi marcado por desinflação nos principais blocos, ainda que as taxas núcleo continuem altas e com os respectivos mercados de trabalho apertados. Quando olhamos o famoso efeito base, **vemos que nos Estados Unidos, por exemplo, o melhor em termos de inflação acumulada nos últimos 12 meses, pode ter ficado para trás, e agora necessitaremos de inflações mensais sempre na casa de 0,1% ao mês para que a inflação anual fique nos atuais 3%.** Em termos de inflação núcleo, que é o que os BC´s (Bancos Centrais) olham nas suas decisões de Política Monetária, temos 3 fotos distintas, US em uma lenta convergência, EU sem sinal de melhorias e UK piorando, como o gráfico abaixo nos mostra.



Fonte: Bloomberg. Figura 1: Núcleo de Inflação US vs inflação cheia US e Eurozone

As inflações núcleo são relacionadas com custo de mão de obra que, por sua vez, dependem do mercado de trabalho. No próximo gráfico, vemos a relação de vagas em aberto para cada americano desempregado e como isso fala com o indicador de reajustes salariais do FED de Atlanta. **Sim, está melhorando lentamente, mas ainda temos muitos ajustes a serem feitos no mercado de trabalho (desemprego) para que o ritmo de reajustes caia para algo condizente com a meta de inflação de 2% aa. Os reajustes salariais ainda estão rodando acima de 5% ao ano.**



Fonte: Bloomberg.

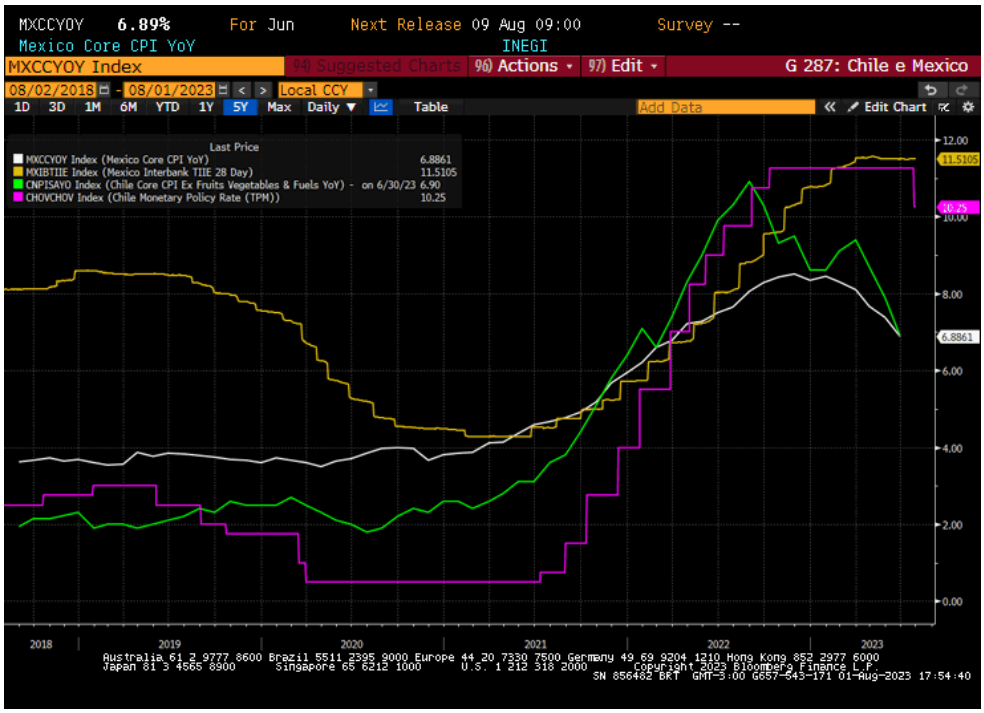
A teoria do *soft landing* é o equivalente a fazer uma omelete sem quebrar os ovos, cremos que o ajuste desinflacionário passa, obrigatoriamente, por um aumento do desemprego, o que é provocado em alguma medida por uma recessão. A primeira parte do processo desinflacionário (preços de *commodities* e cadeia de suprimentos) foi a mais fácil, a segunda parte (custo de mão de obra e inflação núcleo) é mais lenta e difícil. Adicionamos nesse quadro, um mundo com bancos centrais extremamente alavancados e distorções geradas ao longo dos últimos anos por excesso de injeção de liquidez. **Por isso, nos mantemos cautelosos na alocação.**

Em termos de atividade, também vemos divergências importantes entre os 3 blocos: China com dados cada dia piores de atividade, assim como EU e UK, enquanto US tem surpreendido com um forte setor de serviços e também investimento, ainda que pese um setor de manufatura em contração.

No Brasil, estamos em recesso parlamentar, o que significa uma menor volatidade de ruído político. Porém, os dados econômicos continuam saindo. Na margem, estamos com menor crescimento e também com números mais benignos de inflação, o que levou o mercado para apostas mais agressivas no que diz respeito a cortes de taxas de juros. **Em termos macro, uma história parecida com o resto do mundo, taxas de desemprego nos comunicando com um pleno emprego, inflação de serviços ainda quente, um fiscal expansivo e BC´s no exterior ainda subindo juros, nos indicam que talvez o Brasil tenha um ciclo de cortes de juros menor do que o mercado espera.** Hoje o mercado está com uma taxa de juros terminal de 9% ao ano, bem perto do que consideramos como uma taxa neutra.

Por aqui, tivemos algum ruído político causado pelo Executivo, com rumores de troca de comando na Vale, bem como na Petrobrás e uma nomeação no IBGE que causou desconforto entre economistas e agentes de mercado. Isso deverá ser uma constante, afinal tivemos um novo governo eleito que, naturalmente, deseja implementar rapidamente sua agenda e prioridades. Esses movimentos tempestivos podem ser, em maior ou menor grau, evitados pelo Legislativo ou pelo Judiciário.

Falando de América Latina, começamos a ver um processo de desinflação e, também, de cortes de juros. No gráfico abaixo vemos as inflações (núcleo) de México e Chile em queda, bem como o BC Chileno já "raquetando" uma queda de 1% na última reunião. O México tem uma dinâmica inflacionária mais teimosa (e não está em recessão como o Chile), porém esperamos também um começo de corte de juros.



Fonte: Bloomberg.

Em resumo, temos um quadro macro que tem se desenrolado, até que de forma benigna, pelo mundo, porém o jogo só termina quando acaba. Estamos entrando, de um modo geral, na fase mais difícil de desinflação, onde temos de ter queda nas inflações de serviços e mão de obra para que os BC´s possam alcançar as suas metas. **É uma fase de fim de ciclo, onde os acidentes mais recessivos têm uma probabilidade maior de ocorrer. Os BC´s desenvolvidos ainda não terminaram o processo de alta de juros e muito menos falam em cortes de juros, ao contrário dos BC´s emergentes. Com isso teremos mais aperto e por mais tempo.**

Nossa função, como alocadores de patrimônio, não é prever o futuro, esta tarefa deixamos para cartomantes e afins. Nossa missão é construir portfólios equilibrados, levando em conta o ciclo macroeconômico e a relação de risco e retorno em várias classes de ativos. Não sabemos se teremos um processo desinflacionário completo sem recessão, porém pensamos diuturnamente na construção de portfólios que se saiam bem na maior parte dos cenários possíveis.

Olhando os ativos de risco globais, entendemos que diante dos riscos envolvidos (uma inflação mais teimosa do que o precificado, guerra na Ucrânia escalando, questões militares em Taiwan, um Banco Central no Japão subindo juros e acidentes recessivos de fim de ciclo) **não cremos que eles estejam nos remunerando adequadamente pelo risco corrido.** Ao olharmos o prêmio de risco das ações nos US, vemos o menor prêmio em duas décadas, bem como prêmios magros para ações na Europa e crédito para US e EU. **O gráfico abaixo mostra a magreza de prêmios na bolsa americana, quando a comparamos com a renda fixa soberana local.**

Fonte: Bloomberg.

Quanto aos ativos locais, entendemos que existe mais gordura para queimar em termos de ***valuation*** do que os ativos externos, porém **reconhecemos a preponderância do humor externo em nossos preços, dado que somos um eterno aluno nota 5.** Com isso, temos alocações mais neutras em Brasil, com predileção pelos ativos pós fixados (juro real ainda gordo), ativos de crédito isentos, ativos de crédito ***high grade*** e fundos multimercado, que nesse ambiente externo mais desafiador e assimétrico podem capturar bons prêmios, após

meses de retornos magros. Já as nossas curvas de juros, não temos amores pelos pré-fixados, em especial os curtos, precificados para uma perfeição que talvez não venha. Enquanto os papéis de inflação, estamos mais reticentes nos vértices longos e mais enamorados dos vértices curtos (2026), pois tem operado com uma inflação implícita relativamente baixa (4.5%) para um mundo mais inflacionário e uma nova gestão no Banco Central após o fim de 2024. Isso tudo fica mais claro em nossos termômetros, que sofreram uma reformulação em sua estrutura. Em termos de BRL, achamos que posições compradas em USD/BRL começam a fazer sentido para uma composição/proteção de portfólio, neste nível ao redor de 4,80.

Abaixo listamos dois papers, do FED, como leitura complementar que nos falam sobre questões de longo prazo, a falta de trabalhadores nesse mundo pós pandemia (inflacionário) e o baixo retorno esperado para ações nas próximas décadas, pois teremos mais juros e mais impostos, dois fatores que ajudaram as ações nos últimos 30 anos.

Em resumo, não sabemos se esse verão festivo foi apenas um sonho, porém estamos preparados caso ele termine.

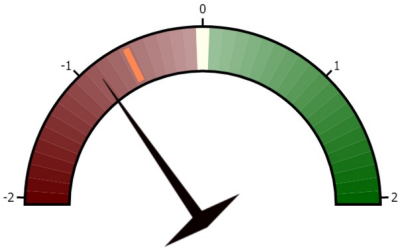
Paper Menos Trabalhadores. **https://www.chicagofed.org/publications/economic-perspectives/2023/1**

Paper Menores Retornos de Ações. **https://www.federalreserve.gov/econres/feds/end-of-an-era-the-coming-long-run-slowdown-in-corporate-profit-growth-and-stock-returns.htm**

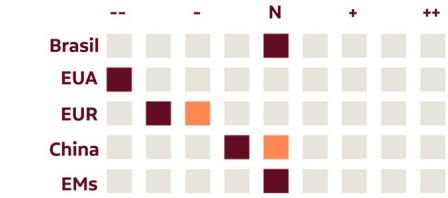
Termômetro de Alocação

Por classe de ativos

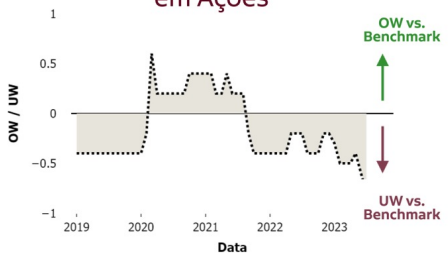
Alocação Estratégica em Ações



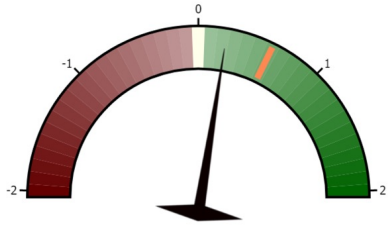
Inclinação em Ações



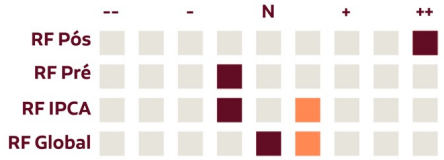
Histórico de Alocação de Risco em Ações



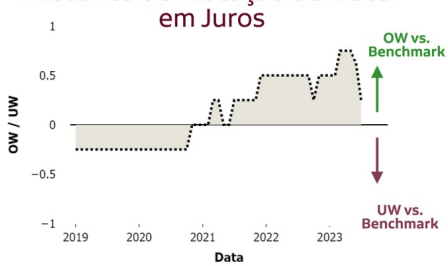
Alocação Estratégica em Juros



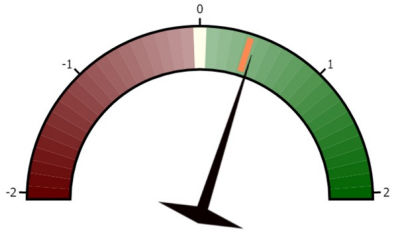
Inclinação em Juros



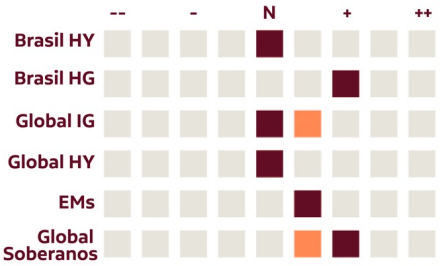
Histórico de Alocação de Risco em Juros



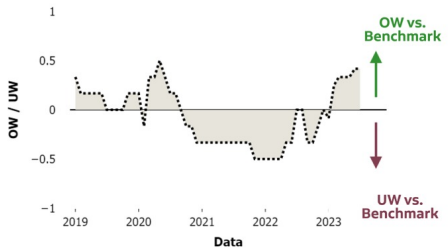
Alocação Estratégica em Crédito



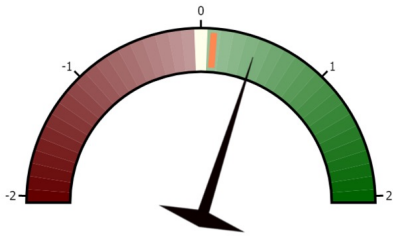
Inclinação em Crédito



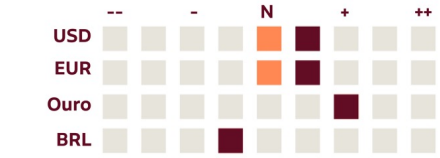
Histórico de Alocação de Risco em Crédito



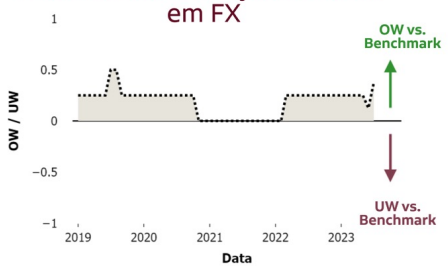
Alocação Estratégica em FX



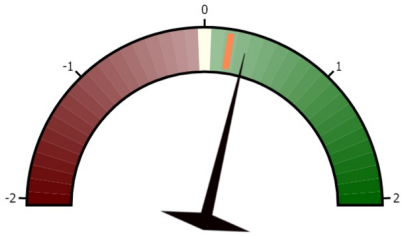
Inclinação em FX



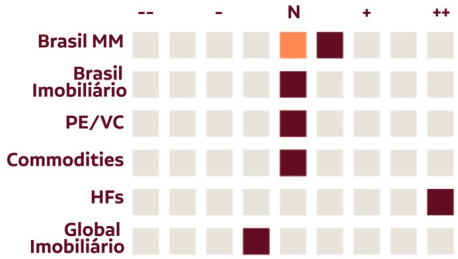
Histórico de Alocação de Risco em FX



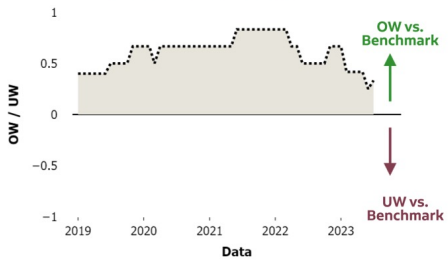
Alocação Estratégica em Alternativos



Inclinação em Alternativos



Histórico de Alocação de Risco em Alternativos



Glossário – Termômetro de Alocação

Inclinação

Cada painel da série "Inclinação" reflete as perspectivas da TAG sobre uma certa classe de ativos e suas componentes. Em nossa construção de cenário, dividimos o universo em 5 classes: Ações, Juros, Crédito, FX (ie. Moedas/Câmbio e Ouro), e Alternativos (ie. Ilíquidos, Imobiliário, e outros).

Dentro de cada classe, vamos além, e segmentamos o universo TAG em um segundo nível.

- Para Ações, temos 5 países/regiões: Brasil, Estados Unidos, Europa, China, e Países Emergentes (ie. ex-China e ex-Brasil).
- Em Juros, ou "Renda Fixa", usamos: Pós-fixado Brasil, Pré-fixado Brasil, títulos atrelados ao IPCA, e Global (ie. juros e renda fixa ex-Brasil).
- Quanto à parcela de Crédito, dividimos da seguinte forma: High Yield Brasil, Investment Grade Brasil, High Yield Global, Investment Grade Global, Países Emergentes, e Títulos Soberanos ex-Brasil.
- Em FX, colocamos nossas perspectivas para a apreciação/depreciação de alguns pares/moedas: Dólar, Euro, Ouro, e o Real.
- Por último, em Alternativos quebramos por: Multimercado Brasil, Imobiliário Brasil, Private Equities/Venture Capital, Commodities (ex-Ouro), Hedge Funds (ie. fundos semi-líquidos), e Imobiliário Global (ie. ex-Brasil).

Cada quadro demonstra o grau de convicção ou, o quanto a TAG está Overweight ou, Underweight (ie. otimista ou pessimista), em certas componentes de uma classe de ativo. Valores preenchidos em vermelho representam a convicção atual. Valores em laranja representam o valor no período de análise anterior (último mês). Caso não haja alteração neste grau de convicção de um período para o outro, a componente mantém apenas a convicção atual, em vermelho (que, no caso, seria igual à anterior).

Alocação Estratégica

Os painéis da série "Alocação Estratégica" funcionam como uma síntese (ou consolidador) dos painéis "Inclinação" para cada classe de ativos. Com o ponteiro, o painel ilustra a média dos graus de convicção de uma certa classe de ativos, enquanto que a tarja laranja remete à média no período de análise anterior (no último mês).

Histórico de Alocação de Risco

Assim como o painel "Alocação Estratégia" funciona como um consolidador das quebras apresentadas no painel "Inclinação" (para o período de vigência atual), o painel "Histórico de Alocação de Risco" é uma síntese do "Alocação Estratégica" ao longo do tempo. Este histórico nada mais é do que a série histórica do painel "Alocação Estratégica", nos possibilitando assim acompanhar a evolução da convicção TAG quanto a cada classe de ativo ao longo do tempo.

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