

Carta Mensal

SETEMBRO 2023

Uma Senhora Confusão

"Assassinaram o camarão
Assim começou a tragédia
No fundo do mar
O caranguejo levou preso o tubarão
Siri sequestrou a sardinha
Tentando fazer confessar
O guaiamum que não se apavora
Disse: eu que vou investigar

Malandro foi o peixe galo Bateu asas e voou Até hoje eu não sei Como a briga terminou"

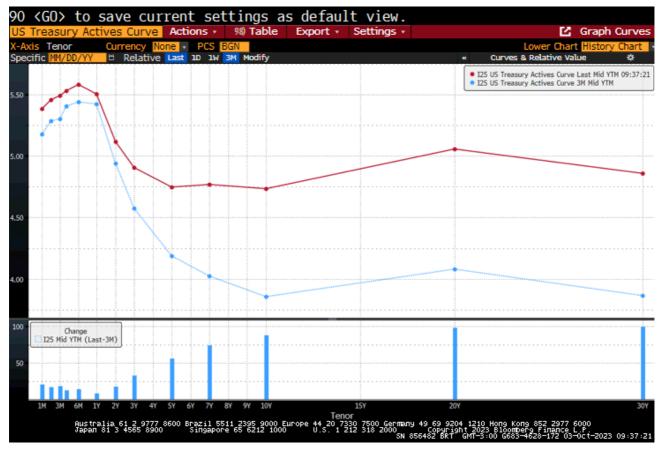
Originais do Samba



Tragédia no Fundo do Mar

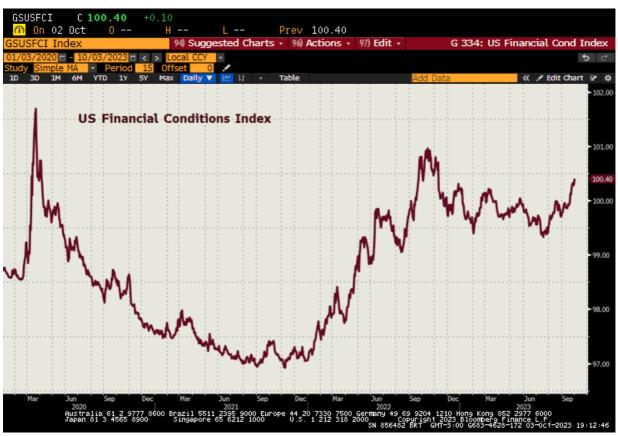
Ao contrário do divertido samba dos saudosos "Originais", não temos muito o que investigar para acharmos o culpado pela tragédia nos mercados, o culpado é a forte abertura de taxas nos títulos longos do governo americano.

Nos últimos três meses, a parte longa da curva abriu algo como 100 pontos base, um senhor choque de juros para o padrão dos mercados desenvolvidos. O gráfico abaixo não nos deixa mentir. O que levou o índice de condições financeiras ao maior valor do ano, passando inclusive o momento em que o banco SVB americano foi dormir com os peixes.



Fonte: Bloomberg





Fonte: Bloomberg.

Primeiro, vamos fazer uma rápida exumação do cadáver, a abertura de juros foi uma confluência de fatores (assim como nos acidentes de avião);

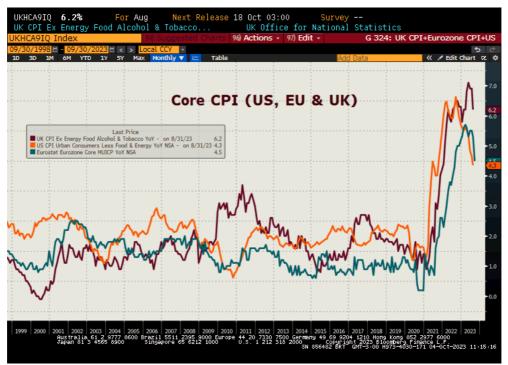
- Déficit fiscal recorde de 8%, aumentando as vendas do Tesouro Americano;
- Banco Central Chinês reduzindo suas posições em treasuries americanas, questão geopolítica;
- Última reunião do FED, com mensagem (e projeções) mais duras de taxas de juros altas por um tempo maior do que o mercado estava precificando.

Isso, naturalmente, levou a uma reprecificação de ativos por todo mundo. Já são 2 meses com piora nos preços de ações globais, juros emergentes e moedas, todos apanhando feio para o dólar americano. **Normal, afinal a curva americana é a mãe de todos os preços.**



Notamos um comportamento juvenil, pouco experiente, por parte da mesa do Tesouro Americano. Quando a taxa de 2 anos fica igual a taxa de 20 anos e neste patamar, o que o Tesouro deveria fazer? Simples, cancelar os leilões de papel longo, concentrar as emissões em títulos curtos e se possível fazer recompras dos títulos longos, para estabilizar o mercado e dar tempo do governo americano deixar de fingir que o problema não é com ele e sinalizar uma consolidação fiscal crível. Em termos mais estruturais, só o encaminhamento da questão fiscal resolve o problema.

O curioso é que dentre EUA, UE e Reino Unido, a inflação americana é a que tem dado maiores sinais de benignidade e uma trajetória mais consistente com um retorno à meta de 2% em algum ponto do futuro, ao contrário de suas colegas do outro lado do Atlântico. Além disso, os sinais de recessão têm se mostrado mais fortes na Europa e Reino Unido, o que levou ambos os bancos centrais a decretarem o fim do ciclo de alta de juros. O FED americano, por sua vez, está dividido entre mais uma alta ou o fim do ciclo, um mero detalhe técnico.



Fonte: Bloomberg.

O juro real americano, isto é, o juro nominal menos a expectativa de inflação, está em 2,4% a.a., o maior nível em mais de duas décadas. Historicamente, esse nível de juros reais está associado com alguma coisa "quebrando" e com períodos recessivos onde, na sequência, o FED tem de entrar cortando juros e eventualmente até fazendo afrouxamento quantitativo.

Carta Mensal | Setembro 2023



Vamos analisar o que ocorre historicamente com o mercado de títulos quando o FED encerra o seu ciclo de alta de juros. A gestora Wellington fez um interessante estudo comparando algumas formas de investimento em renda fixa mantendo, simplesmente, o dinheiro em "cash". Neste momento em que os "bonds" estão sofrendo, naturalmente, é mais confortável ficar ganhando pouco mais de 5,5% a.a. e não correr o risco de "duration", que impacta na marcação dos papéis com prazos mais longos. Porém, quando o FED começa o ciclo de corte de juros, o "cash" vai sendo gradativamente reduzido em seu retorno, enquanto os instrumentos de prazo mais longo se valorizam. O estudo pega os ciclos de aumento/redução de juros desde 1983.

Aqui temos a comparação de "cash" (duration zero), "bonds" (representados pelo índice Bloomberg Aggregate Bond) e "corporate bonds" (representado pelo Bloomberg US Corporate Bond Index), tendo como ponto de partida dois focos; o primeiro, começando no **último** aumento de taxa de juros de cada ciclo e, o segundo, começando no **primeiro** aumento de taxa de juros.

A conclusão é, quando se está alocado em renda fixa e se pega o ciclo de alta de juros, os primeiros 12 meses são sofridos, mas no final tem-se retornos acima de "cash". O ideal é alocar em renda fixa por volta do último aumento de taxa de juros (primeiro gráfico), evitase a dor do ciclo de alta e o retorno final é bem superior.

Bond returns have exceeded cash returns when the starting point was the last interest-rate hike $\,$

Three-year cumulative return after last hike for aggregate, corporate, Treasury, and cash indices

Aggregate bonds
—Corporate bonds
—US Treasuries
—Cash
30%

10%

Source: Bloomberg | Each data series represents the cumulative monthly return for three years since the last hike of each tightening cycle. The tightening cycles are: March 1983 – August 1984, March 1988 – May 1989, February 1994 – February 1995, June 1999 – May 2000, June 2004 – June 2006 and December 2015 – December 2018. | Aggregate bonds represented by the Bloomberg US Aggregate Total Return Index. Corporate bonds represented by the Bloomberg US Corporate Total Return Index. Cash represented by ICE BofA US 3-month Treasury Bill Index. Additional information can be found at the end of the article. | Chart data: 27 July 2023

Number of months from last interest-rate hike

Bond returns were comparable to cash returns when the Fed was hiking, but exceeded cash returns after about a year after the first interest-rate hike Three-year cumulative return after first hike for aggregate, corporate, Treasury, and cash indices

Aggregate bonds
—Corporate bonds
—US Treasuries
—Cash

20%

10%

10%

Number of months after first hike of cycle

Source: Bloomberg | Each data series represents the cumulative monthly return for three years since the first hike of each tightening cycle. | The tightening cycles are: March 1983 – August 1984, March 1988 – May 1989, February 1994 – February 1995, June 1999 – May 2000, June 2004 – June 2006 and December 2015 – December 2018, | Aggregate bonds represented by the Bloomberg US Aggregate Total Return Index. Corporate bonds represented by the Bloomberg US Corporate Total Return Index. Cash represented by ICE Bold US 3-month Treasury Bill Index. Additional information can be found at the end of the article. | Chart data: 27 July 2023.

Carta Mensal | Setembro 2023



A boa notícia é: estamos bem perto do último aumento de juros pelo FED. Ou ele já foi, ou ocorrerá até o final do ano. É chegada a hora de aumentarmos a alocação das carteiras offshore em ativos de renda fixa com duration (prazo mais longo).

Temos diversos instrumentos com ótima liquidez, que podem compor uma carteira predominantemente de renda fixa, para nos aproveitarmos do fim do ciclo de altas de juros e das altas taxas de juros (reais e nominais). Continuamos, na parte internacional, não gostando estruturalmente de ações, pois elas estão caras e o problema fiscal dos Estados Unidos será resolvido da mesma forma que o problema fiscal brasileiro, com aumento de impostos para as empresas. Pois é, após décadas voltamos a era de ouro da renda fixa nos mercados globais.

Alguns instrumentos que gostamos (podem ser os ativos em si, ou ETF´s deles);

- Treasuries longos: aqui o jogo é alavancar o retorno com duration, a taxa do papel de 20 anos está em 5,10% a.a..
- **Agencies:** nele temos os títulos hipotecários americanos garantidos pelo governo federal americano. O índice, que representa a classe, tem 6 anos de *duration* e taxa de 5,75% (quase 1,0% acima do tesouro de igual *duration*).
- Corporate Bonds IG: onde o índice representa a classe com 8 anos de duration e taxa de 6,2% a.a..

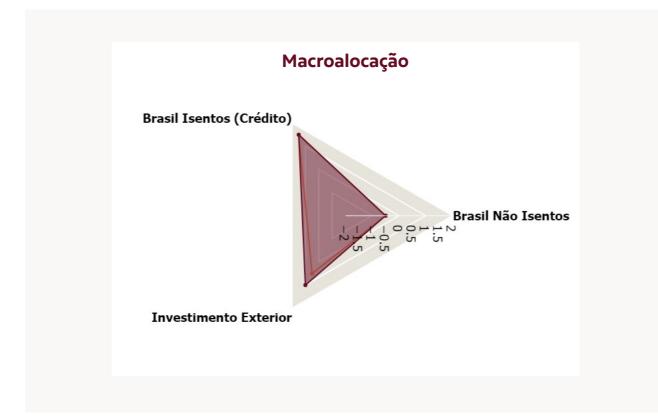
Não gostamos de papéis *high yield*, pois como são empresas com mais dívidas ou menor capacidade financeira, tendem a sofrer em uma recessão. Deixemos essa classe para outro ponto do ciclo.

Em resumo, estamos vivendo os momentos finais de um ciclo econômico marcado por uma expansão fiscal só comparável com a da Segunda Grande Guerra, muita inflação e juros (nominais e reais) bem altos, o que torna a renda fixa americana muito atrativa para portfólios internacionais em especial, pois estamos nos aproximando do fim do ciclo de alta de juros. Hora de alocarmos em renda fixa!



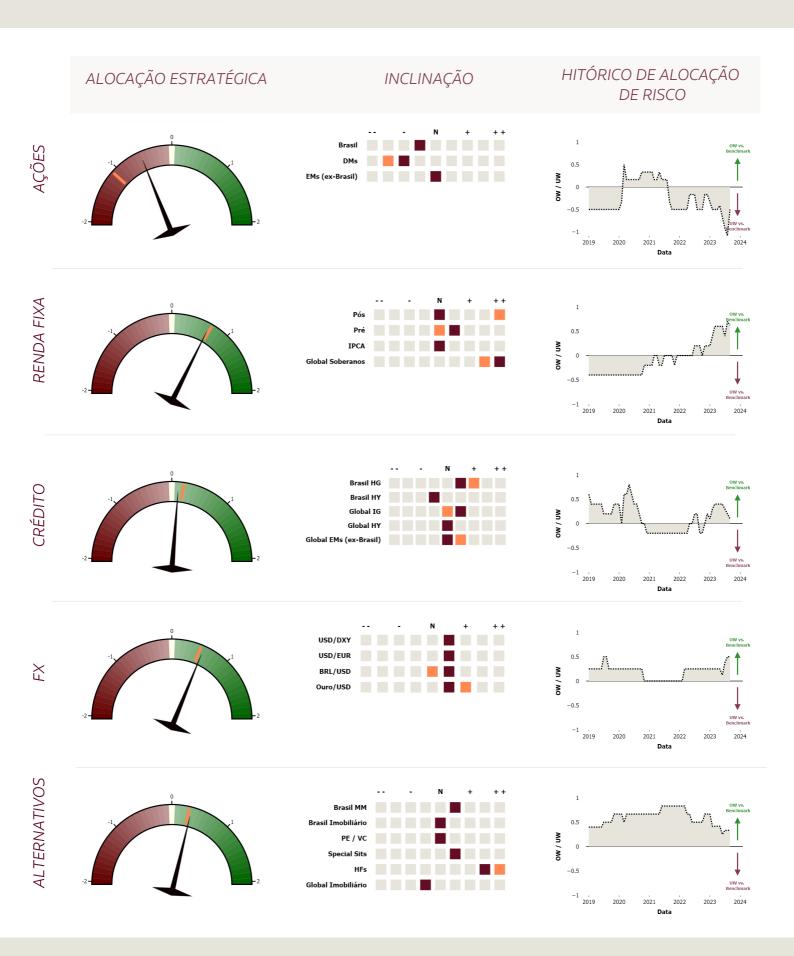
Termômetro de Alocação

Por classe de ativo



O radar "Macroalocação" da TAG é o primeiro passo da equipe de Gestão no desenvolvimento das Carteiras Modelo TAG. Esse painel busca refletir a nossa convicção em 3 "áreas" de investimento: ativos brasileiros isentos da tributação de Imposto de Renda (ex. debêntures incentivadas, CRAs, CRIs, LCIs, e LCAs, entre outros), ativos brasileiros não-isentos, e ativos de Investimento no Exterior.







Glossário

do Termômetro de Alocação

Inclinação

Cada painel da série "Inclinação" reflete as perspectivas 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).
- Para "Ações", onde antes tínhamos 5 países/regiões discriminados "Brasil", "Estados Unidos", "Europa", "China", e "Países Emergentes" (ie. ex-China e ex-Brasil) hoje, temos "Brasil", "DMs" (ie. Developed Markets, que contempla as nossas perspectivas para os EUA e Europa, entre outros países desenvolvidos), e "EMs (ex-Brasil)" (ie. Emerging Markets, que reflete a nossa visão sobre países em desenvolvimento como China e outros, exceto Brasil).
- Em "Renda Fixa" a popular classe de Juros nos guiamos por ativos "Pós" e "Pré" (ie. ativos Brasil pós-fixados e pré-fixados), além de títulos atrelados ao IPCA, e "Global Soberanos" (ie. renda fixa e títulos de dívida soberana ex-Brasil).
- Quanto à parcela de Crédito, dividimos da seguinte forma: ativos brasileiros High Grade e
 High Yield, ativos globais Investment Grade e High Yield (ie. onde o foco são os papéis de
 regiões desenvolvidas, os DMs), e os "Global EMs (ex-Brasil)" (ie. ativos de Crédito de
 países emergentes).
- Em FX, pontuamos as nossas perspectivas para a apreciação/depreciação de alguns pares/moedas. Onde antes discriminamos essas perspectivas como Dólar, Euro, Ouro, e Real, hoje resolvemos pontuar os pares que olhamos diretamente de forma explícita: "USD/DXY" (ie. a DXY é uma cesta de moedas globais, na qual balizamos as nossas perspectivas para o Dólar), "USD/EUR", "BRL/USD", "Ouro/USD".

Carta Mensal | Setembro 2023



• Por último, em Alternativos, quebramos por: "Brasil MM" (ie. fundos Multimercados brasileiros), "Brasil Imobiliário" (ie. ativos e fundos imobiliários brasileiros), "PE / VC" (ie. ativos e fundos globais de ações privadas), "Special Sits" (ie. ativos, fundos e produtos nichados, de estratégia bem alternativa e particular, muitas vezes em estresse, mas de alto potencial de valorização), "HFs" (ie. os Hedge Funds, aqueles fundos semilíquidos, beta-neutral), e "Global Imobiliário" (ie. ativos e fundos imobiliários ex-Brasil).

Cada painel 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 nada mais é do que a série histórica do painel "Alocação Estratégica", possibilitando nos acompanhar a evolução do grau de convicção TAG em cada classe de ativo ao longo do tempo.



TAG

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.





