TAG
INVESTIMENTOS

Carta Mensal

OUTUBRO 2023

"Bonds are contracts and equities are stories"

Charles Kantor

Em um mundo já complexo, para que complicar?

Quando você acha que não pode ficar mais perplexo, após uma pandemia que ceifou milhões de vidas e uma invasão injustificada a um país soberano como a Ucrânia, temos um ataque terrorista a Israel, tendo como alvo civis, mulheres, idosos e crianças. Cenas de selvageria que mostram o quão bárbaro o ser humano ainda pode ser, apesar de todas as guerras e sofrimento que tivemos ao longo dos séculos. Além de não termos aprendido, parece que nos tornamos ainda piores.

O resultado é uma reação de Israel, que também tem custado a vida de inocentes civis (usados como escudo por parte dos terroristas) **e um ambiente geopolítico completamente desarranjado, a ponto de os Estados Unidos enviarem pesado reforço militar para a região**.

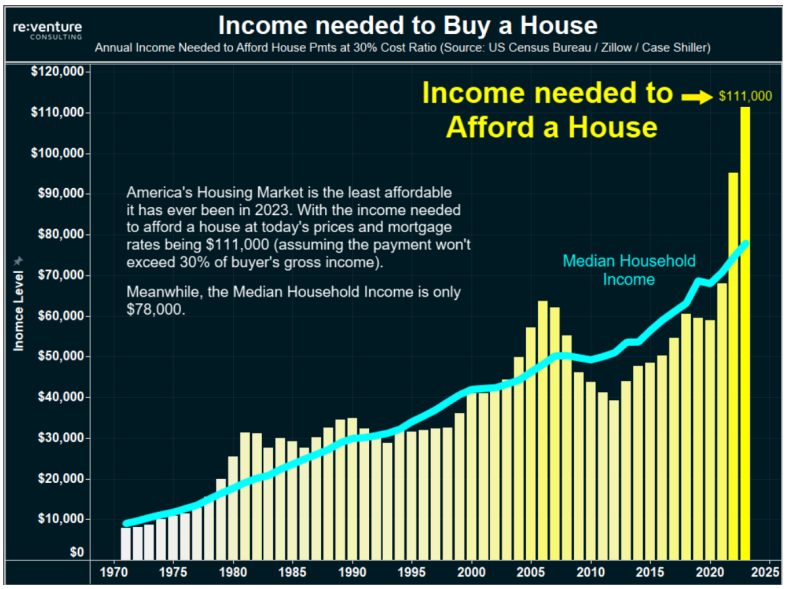
Deixando para trás o nosso espanto e sofrimento como seres humanos, voltamos à difícil tarefa de avaliar os impactos econômicos e nos investimentos de tanto sofrimento. **Primeiramente temos de reconhecer que temos duas guerras "*por procuração*" em curso.** O mundo se alinhou em termos de dois eixos geopolíticos, de um lado o ocidente democrático e que respeita os direitos humanos e do outro lado China, Rússia, Irã (e seus satélites, Hamas e Hezbollah). **No teatro de guerra ucraniano, temos Rússia x Ocidente. No teatro de guerra do oriente médio temos Irã x Ocidente**.

Em termos econômicos, enquanto o conflito em Gaza não se espalhar para o território iraniano, vide o possível fechamento do estreito de Ormuz (por onde circula 20% da produção diária de petróleo), não vemos maiores implicações econômicas. **Porém, temos de admitir que o risco implícito de acidentes (aqui inclui o uso de armas nucleares, como Putin nos lembra semanalmente) só tem aumentado desde a invasão russa.** E aqui cabe um humilde reconhecimento de que esse risco não é quantificável, por definição. Chega a ser engraçado os "*pundits*" dando percentual de probabilidade para eventos como esses, e em alguns casos ainda fazendo o uso (abuso) da casa decimal.

Por ora, o que temos de concreto; **o mundo vive um divórcio existencial e econômico ocidente-oriente**, o risco de uma escalada militar parece ter aumentado e temos aqui o risco de insurreições internas, como as cenas dos protestos de muçulmanos em Londres, Paris e Bruxelas tem nos mostrado. **Em resumo, o risco percebido aumentou**.

Olhando para o os dados econômicos e de mercado, o que temos observado recentemente: dados de atividade mais fracos (Europa em particular), números de inflação mais comportados nos Estados Unidos e Europa (porém ainda longe das metas) e movimentos de mercado que não nos parecem condizentes com os fundamentos da economia, e que no limite estão exacerbando alguns desbalanços econômicos que se tornarão insustentáveis.

Por exemplo, a alta dos juros de longo prazo americanos, puxou para cima os juros das hipotecas e nunca antes na história tivemos uma discrepância tão grande na decisão do americano médio entre comprar ou alugar uma casa. Vejam o gráfico abaixo, em 2020 bastava uma renda anual de USD 60 mil para uma família comprar uma moradia média. Agora, esta mesma moradia demanda uma renda anual de USD 110 mil. A maior parte deste selvagem incremento de 85% em 3 anos vem do aumento dos juros hipotecários. Claramente a classe média americana está sendo sufocada pela "*Bidenomics*" **e isso será revertido de alguma forma, uma recessão que colapsará os juros, pressão por reajustes salariais grandes (alimentando a inflação) ou até mesmo uma derrota fragorosa do partido democrata nas eleições de 2024.** A nossa intuição diz, que até por uma reversão à média, teremos as coisas retornando, porém se por um desses três fatores ou se por uma combinação dos três, não fazemos a menor ideia.



Vivemos em um mundo caótico, onde eventos imprevisíveis e reações mais imprevisíveis ainda dos investidores simplesmente não podem ser modelados e previstos, como muitos tem a ilusão. No fundo tudo não passa da ilusão de controle. Como falar em fronteira eficiente se a premissa disso são mercados eficientes e racionais?

Melhor o conforto psicológico da ilusão de controle do que aceitar o caos e a falta de controle da vida, do mundo e dos investimentos? Fica aqui a provocação.

Para quem quiser avançar no tema, deixo aqui essa indicação de *paper* sobre o assunto.

WARNING: Physics Envy May Be Hazardous To Your Wealth!*

Andrew W. Lo† and Mark T. Mueller‡

This Draft: March 12, 2010

Abstract

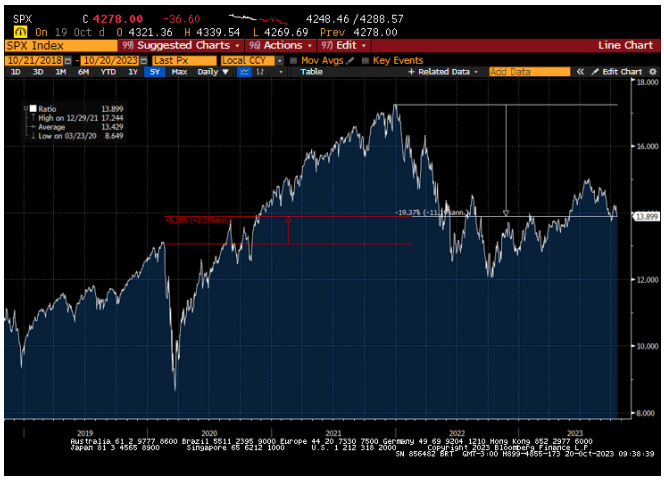
The quantitative aspirations of economists and financial analysts have for many years been based on the belief that it should be possible to build models of economic systems—and financial markets in particular—that are as predictive as those in physics. While this perspective has led to a number of important breakthroughs in economics, "physics envy" has also created a false sense of mathematical precision in some cases. We speculate on the origins of physics envy, and then describe an alternate perspective of economic behavior based on a new taxonomy of uncertainty. We illustrate the relevance of this taxonomy with two concrete examples: the classical harmonic oscillator with some new twists that make physics look more like economics, and a quantitative equity market-neutral strategy. We conclude by offering a new interpretation of tail events, proposing an "uncertainty checklist" with which our taxonomy can be implemented, and considering the role that quants played in the current financial crisis.

Keywords: Quantitative Finance; Efficient Markets; Financial Crisis; History of Economic Thought.

Bem, voltemos aqui para a frase que abriu essa carta mensal, de **que investimentos em ações são narrativas e que investimentos em renda fixa são contratos.** Não necessita de muita modelagem matemática para entender que a narrativa das ações tem enfrentado **bastante vento contrário, juros longos altos, guerras pipocando e compressão de margens (menos vendas, maiores despesas financeiras e com pessoal), enquanto a renda fixa, que foi o patinho feio nos últimos 15 anos, nos oferece pelo mundo juros reais bem polpudos, enquanto esse mesmo mundo vai apresentando uma desinflação consistente (por ora).**

Fica aqui a provocação, você prefere um contrato que lhe pague juros reais certeiros ou comprar narrativas em um mundo onde as narrativas estão mais para "*The Twilight Zone*" do que para "*A Pequena Sereia*"? A vida, assim como a economia e os mercados, é feita de ciclos, e agora, em nossa visão, é hora de jogar na defesa e aproveitar os juros reais altos nas mais diversas geografias e esperar pacientemente melhores preços e o momento adequado para transacionarmos os portfólios para o ataque. Um *spoiler* aqui, os ciclos econômicos são lentos, a paciência é chave.

Ainda sobre investimentos em ações, nem sempre um ciclo ruim se caracteriza por um mercado violento de baixa, as vezes ele é apenas um mercado lateral (não vai a lugar algum) enquanto a inflação corrói o seu poder de compra e você perde o custo de oportunidade de estar ganhando juros polpudos em algum lugar. Abaixo dois gráficos, o SP 500 e o Ibovespa em termos reais (ie, deflacionado pelas respectivas inflações). Pois é, ambos lembram um pouco a música do Raul Seixas (*Plunct Plact Zum, não vai a lugar nenhum...*). **Talvez esse tipo de mercado seja o mais cruel, pois dá a ilusão da recuperação e enquanto isso os juros e o tempo passam.**

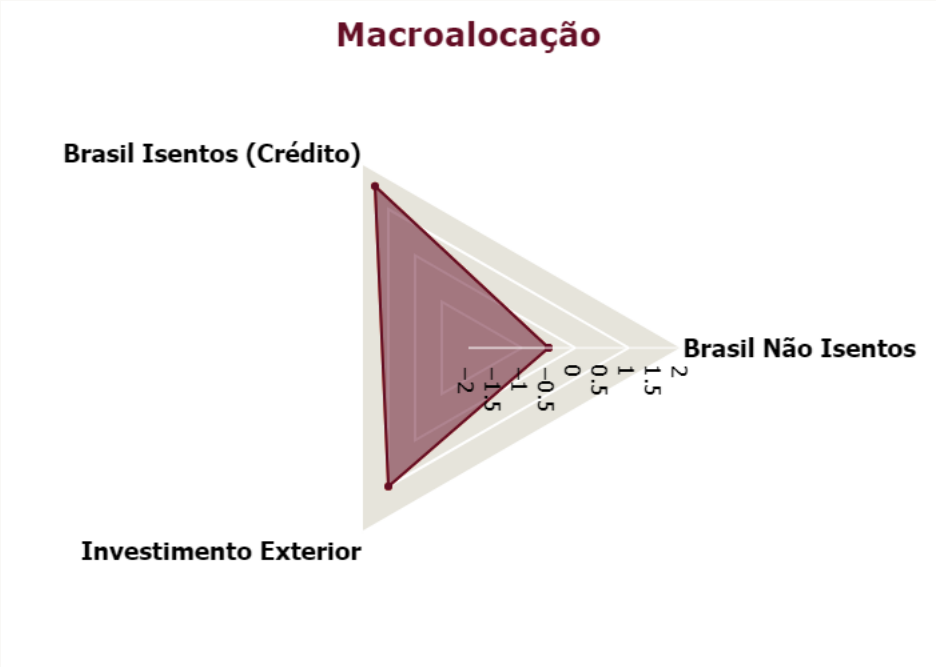


Vale ressaltar que isso não significa resgatar toda a exposição a ações. Bons gestores ativos conseguem superar os índices e gerar retornos interessantes no longo prazo. Mas, certamente, é um momento de estar abaixo da alocação "neutra".

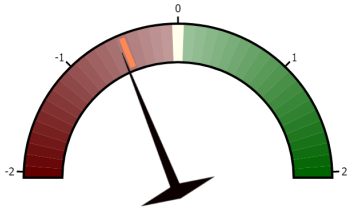
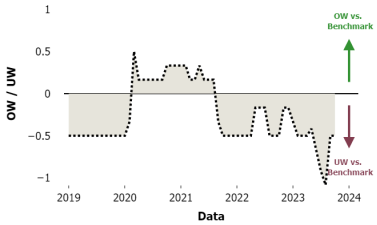
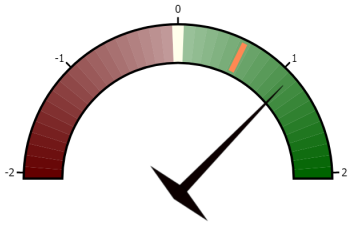
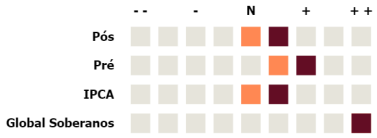
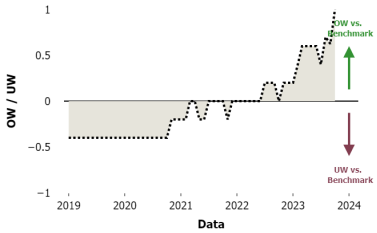
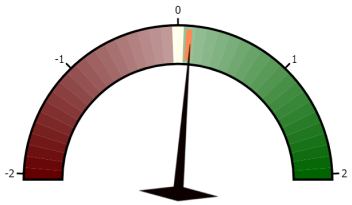
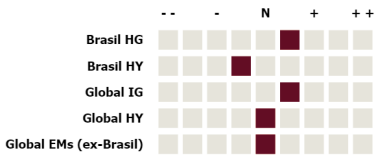
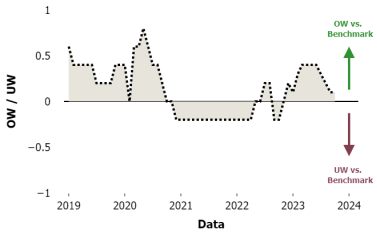
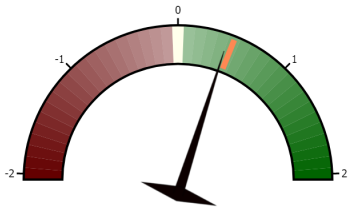
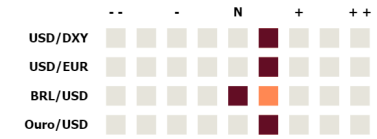
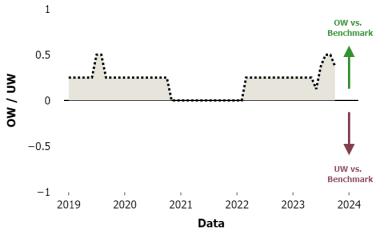
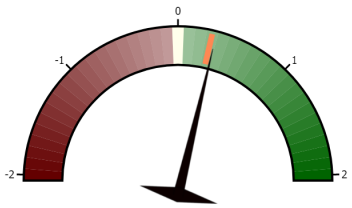
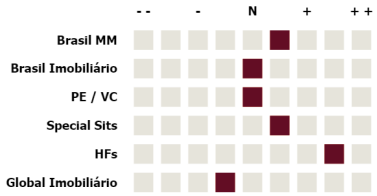
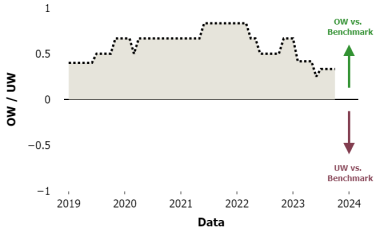
Temos observado diversas boas oportunidades, seja na renda fixa brasileira (desde títulos públicos até produtos isentos de imposto de renda), seja na renda fixa americana (*treasuries, mortgage backed securities* e papéis *investment grade*). Muitas vezes o conservadorismo não representa menores retornos prospectivos, apenas uma melhor relação risco x retorno, durante um determinado período.

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.

	ALOCAÇÃO ESTRATÉGICA	INCLINAÇÃO	HITÓRICO DE ALOCAÇÃO DE RISCO
AÇÕES			
RENDA FIXA			
CRÉDITO			
FX			
ALTERNATIVOS			

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".

- 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 semi-líquidos, 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
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