TAG
INVESTIMENTOS

Carta Mensal

Fevereiro 2024

Antes do Amanhecer

Mal piscamos e já se passou janeiro. Considerando o início conturbado dos últimos anos, já estamos no lucro a essa altura do ano!

Não é novidade para ninguém que temos vivido períodos difíceis, mas a questão que não quer calar agora é: já podemos falar que o período complicado ficou para trás?

Para responder a essa pergunta, é preciso discutir a grande incógnita da atualidade: qual será o comportamento da inflação nos próximos meses, ou talvez semanas? Mais especificamente nos Estados Unidos, para onde o mundo inteiro olha, ansioso, esperando pelo dia em que o FED (banco central americano) irá iniciar a fase de cortes da sua taxa referencial de juros, o FED FUNDS RATE.

No último dia de janeiro, tivemos a super quarta, chamada assim, por ser o dia em que ocorre a reunião do comitê de Política Monetária do Brasil (COPOM) e dos EUA (FOMC). Enquanto aqui temos um cenário de inflação mais comportado e discutimos o ritmo dos próximos cortes de juros, no lado de lá do equador, permanece o compasso de espera.

Na sessão de perguntas e respostas da reunião todas as perguntas giravam ao redor do mesmo tema: quando podemos esperar que os juros americanos comecem a cair? Jerome Powell, presidente do FED, repetiu inúmeras vezes o que vem falando por meses: “Precisamos estar mais confortáveis com o comportamento da inflação, para começar a cortar juros”. Apenas no final da sua fala alguém perguntou de forma mais direta sobre a data, e a resposta foi clara: é muito pouco provável que os juros caiam em março o que, considerando o teor do comunicado, praticamente cravou que teremos o primeiro corte de juros em maio. Porém, na sequência, veio a fatídica frase: Temos que observar o comportamento dos dados para tomar qualquer decisão!

Agora se isto está dado, vocês devem estar se perguntando: por que tanto tempo discorrendo sobre esse assunto? O motivo é que simplesmente tudo (ou quase tudo), em se tratando de ativos de risco, depende do bom (ou mal) comportamento da inflação americana.

Para entender isso melhor, vamos retomar os 3 cenários que temos no nosso radar:

- "*Soft-landing*" ou pouso suave
- "*Hard-Landing*" ou pouso traumático e
- "*No-landing*" ou arremetida

Para aqueles que desejarem se aprofundar um pouco mais nesse tema, convidamos a reler a nossa carta de dezembro.

O que vamos focar nessa carta é que o mercado está praticamente convergindo em consonância para o cenário mais otimista, de "*Soft-Landing*", em que a inflação irá reduzir continuamente, deixando o período de "ruptura e incerteza" para trás e vamos todos conseguir aterrissar em segurança, sem que maiores ajustes sejam feitos.

Na nossa visão é sempre bom lembrar que o mercado financeiro, apesar de muito pomposo, tende a sofrer de ataques de ciclotimia e mudar de humor muito rapidamente com o menor sinal bom/mal de melhora/piora dos tais dados.

Neste sentido, ainda é muito cedo para cantar vitória. Temos enormes desafios ainda pela frente e o risco elevado de que a inflação volte a acelerar (ou não desacelere tão rapidamente quanto se espera) e o processo de queda de juros, se iniciado cedo demais, venha a ser revertido, criando uma enorme onda de volatilidade no mercado.

Esse cenário, que chamamos de arremetida, é o mais problemático e ainda bastante provável se os membros do FED não forem muito cautelosos. Um exemplo de como este cenário ficou mais vívido, foi o crescimento do PIB americano no quarto trimestre de 2023, muito acima do esperado, bem como a excepcional criação de vagas em janeiro.

E não é apenas a cautela ou os cabelos brancos que nos fazem pensar assim. A última vez em que os países desenvolvidos observaram as taxas de juros em patamares tão elevados foi na década de 70/80, ou seja, mais de 40 anos atrás. Toda uma geração de agentes do mercado nunca viu isso ocorrer (inclusive nós). O perigo, reside justamente aí.

Ao contrário do que se pensa, o período de hiperinflação nos Estados Unidos, não foi algo contínuo, com inflação alta e juros elevados por um longo período de tempo. Foram diversos picos de subidas e corte de juros seguidos que fizeram com que a instabilidade durasse quase 2 décadas.

Do nosso lado, achamos que é bom mesmo ter muita cautela, ainda mais, com tanta incerteza nos dados de inflação, como temos visto nos últimos tempos! Entre os mais preocupantes, temos o efeito da triste guerra no oriente médio e o impacto no comércio e fluxo de navios no estreito de Ormuz (importante canal de transações globais, especialmente de petróleo) que sofre com as questões geopolíticas. Apesar de não termos observado, no 1º momento, o aumento do preço de commodities que se esperava, o olhar mais atento do nosso economista nos mostra que já há uma pressão relevante no custo de fretes e outros indicadores de comércio exterior na região, o que impacta o mundo todo e se propagará nos próximos meses, na forma de uma maior inflação de bens industrializados.

Não nos custa lembrar que foi justamente esse choque na cadeia produtiva que levou ao 1º grande "surto" de inflação, em 2021. Somado a isso: logo após a reunião do FOMC, os dados de emprego surpreenderam mais uma vez: Com um volume de criação de empregos muito superior ao esperado, dois desvios padrões acima, para sermos mais exatos. Difícil imaginar um cenário de desaceleração tranquilo e suave de uma economia neste nível de atividade!

Por outro lado, temos visto diversos movimentos de empresas reduzindo custo e cortando postos de trabalho. Tem algo aí que não conversa. O que nos leva ao terceiro cenário, o temido *Hard Landing*.

Se por um lado, todo cuidado é pouco na hora de cortar juros, a aflição de quem espera maior agilidade por parte do FED é justificável. Diversos estudos mostram que a maior parte da dívida das empresas americanas precisará ser "rolada", ou seja, renovada, em meados desse ano. E, caso até lá os juros permaneçam elevados, vamos observar um aumento considerável do custo de capital das companhias, e é neste tipo de "gargalo" que aparecem os "cisnes negros" que ninguém espera.

Considerando que estamos falando de uma economia que está operando muito fora da sua "normalidade" e que os agentes principais têm pouca experiência neste tipo de cenário, não é de se estranhar se tivermos novos furos de caixa como aquele que observamos no início do ano passado com o Silicon Valley Bank.

Desta forma, se a arremetida é o cenário mais difícil de se lidar no dia a dia, o "*Hard Landing*" é algo que não conseguimos antecipar e só saberemos quando o evento chegar. O que sabemos é que certamente causará um choque bastante significativo nos mercados, mas especialmente os países emergentes que sempre sofrem mais neste período de stress.

E por falar em países emergentes, o contexto dos nossos pares asiáticos também não anda muito simples. Já falamos algumas vezes da China e de como este país, que em outras crises foi a grande locomotiva do mundo, neste momento, luta contra as suas próprias mazelas para tentar bater a todo custo a meta de crescimento de 5%a.a.

O que temos observado é que o consumo das famílias reluta em retomar, o chinês está assustado com as intervenções do governo e se sente inseguro nas suas aplicações. Como consequência, observamos uma redução significativa das importações e gastos internos, mas o volume de exportações também caiu vertiginosamente, mostrando que a questão de tensão geopolítica e a prática de "*nearshoring*" no qual os países ocidentais buscam depender menos da China é mais real do que nós - do país do Carnaval - imaginávamos.

Diante desse contexto todo global, os nossos desafios locais tornam-se menos relevantes. O processo de deterioração fiscal segue em curso, com cada vez mais compromissos sendo assumidos, como a bolsa estudo, mas sem que o governo e o Congresso consigam aprovar medidas que aumentem a arrecadação.

Sabe-se que esse governo é afeito a estratégias mais criativas e, por hora, não vemos algo que possa levar a um choque no cenário interno. Com o corte de juros, a tendência é que o mercado fique otimista, enquanto a conta de fato não chegar.

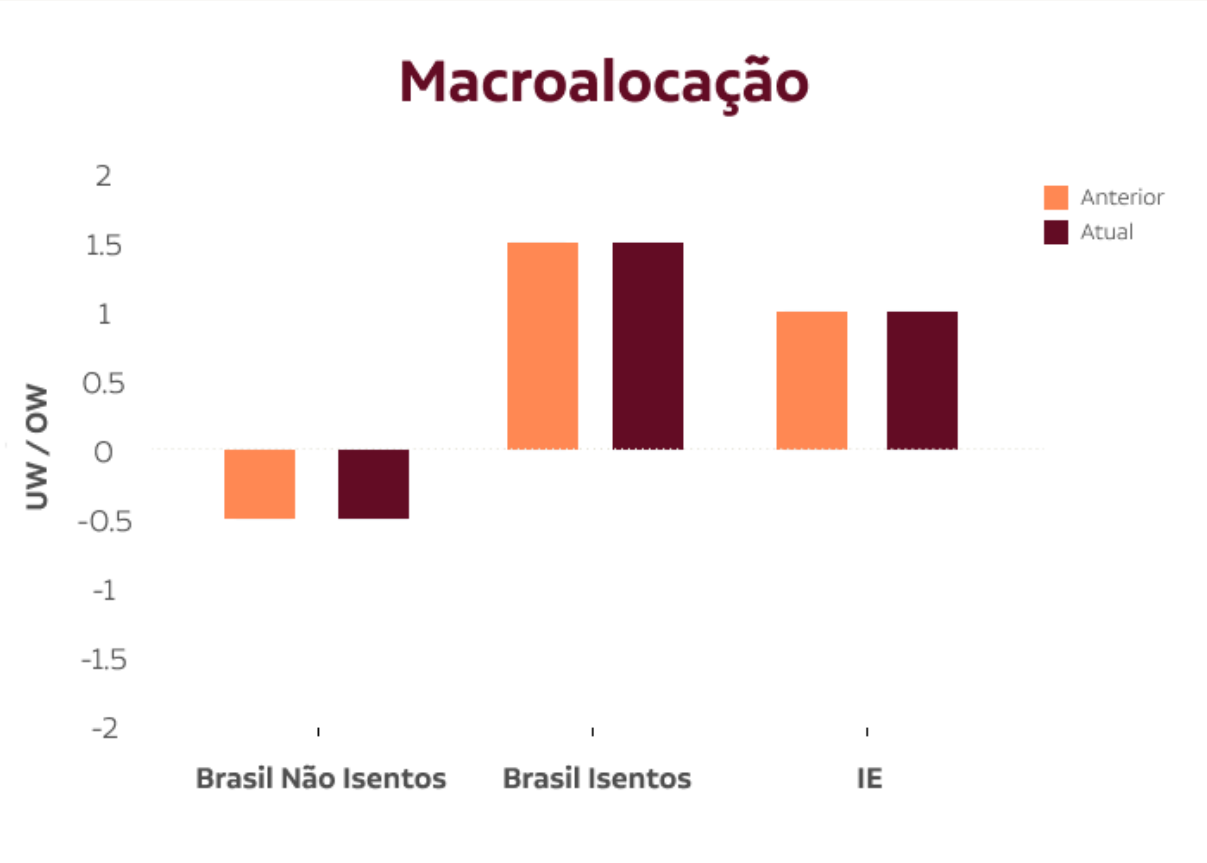
Com tantos desafios no cenário global, seguimos mais cautelosos, com posicionamentos mais táticos e observando os famosos dados para fazer movimentos mais intensos.

O mercado de juros nos parece particularmente atrativo. Apesar dos desafios, a inflação por aqui segue comportada e enquanto é possível comprar títulos públicos federais com taxas de juro real próximas a 6%a.a., nos parece uma boa oportunidade.

Na renda variável, por outro lado, depois do rally do final do ano, reduzimos um pouco a nossa posição fazendo caixa, mas nos níveis atuais já estamos voltando para o "ponto neutro", sempre com proteções e cautela.

Os demais posicionamentos seguem essa toada. Movimentos de mais curto prazo e/ou oportunidade de gerar retorno através de estratégias dinâmicas, como nos multimercados, desde que feitos com muita diversificação e um bom processo de seleção.

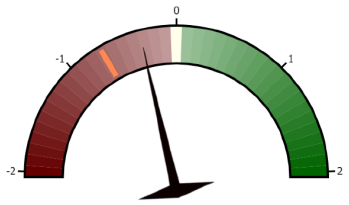
Termômetro de Alocação

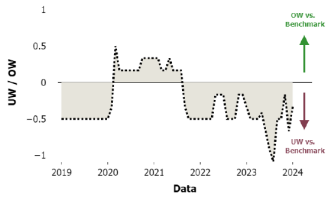


O radar "Macroalocação" da TAG é o primeiro passo da equipe de Gestão no desenvolvimento das Carteiras Modelo TAG. Esse painel busca refletir a nossa convicção em 3 "áreas" de investimento: ativos brasileiros isentos da tributação de Imposto de Renda (ex. debêntures incentivadas, CRAs, CRIs, LCIs, e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

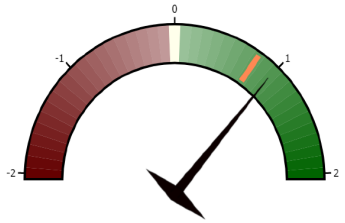
ALOCAÇÃO ESTRATÉGICA | *INCLINAÇÃO* | *HITÓRICO DE ALOCAÇÃO DE RISCO*

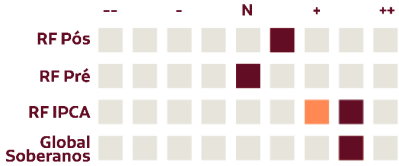
AÇÕES

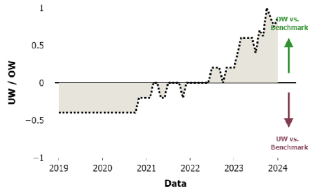




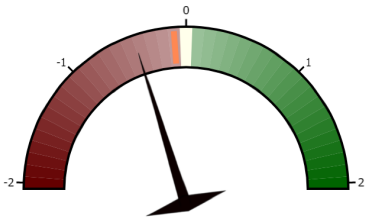
RENDA FIXA

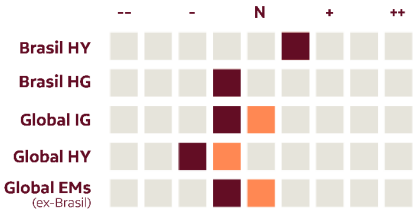


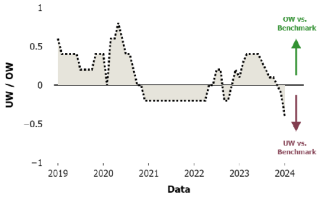




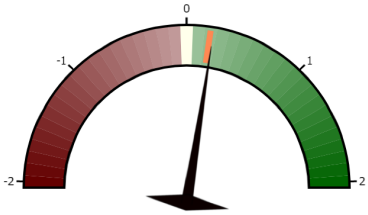
CRÉDITO

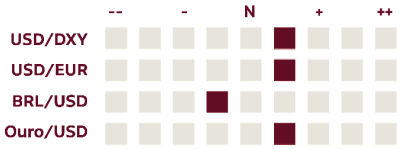


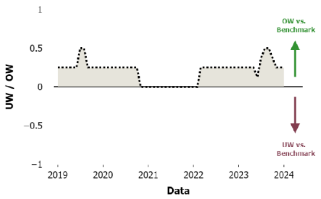




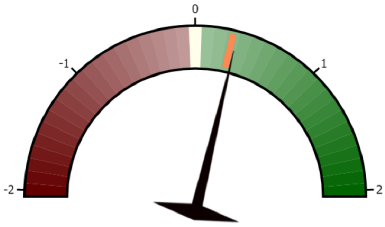
FX

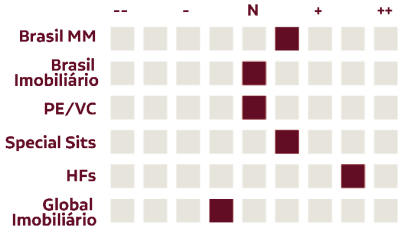


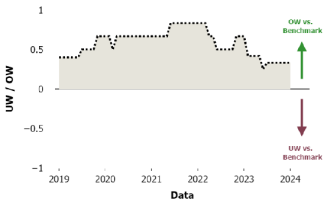




ALTERNATIVOS







Glossário

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