TAG
INVESTIMENTOS

Carta Mensal

Março 2024

"I didn't get rich by buying stocks at a high price-earnings multiple in the midst of crazy speculative booms, and I'm not going to change."

- Charlie Munger

Cavalo Selvagem

O ano começou com um consenso bem estabelecido nos mercados, a economia americana faria um pouso suave de sua economia com um processo saudável de desinflação, o que permitiria ao Federal Reserve fazer algo entre 5 e 6 cortes de juros no ano, com um bom desempenho dos ativos de risco. **Isso era o cenário central de cerca de 80% dos principais gestores globais, em pesquisa mensal realizada pelo Bank of America.**

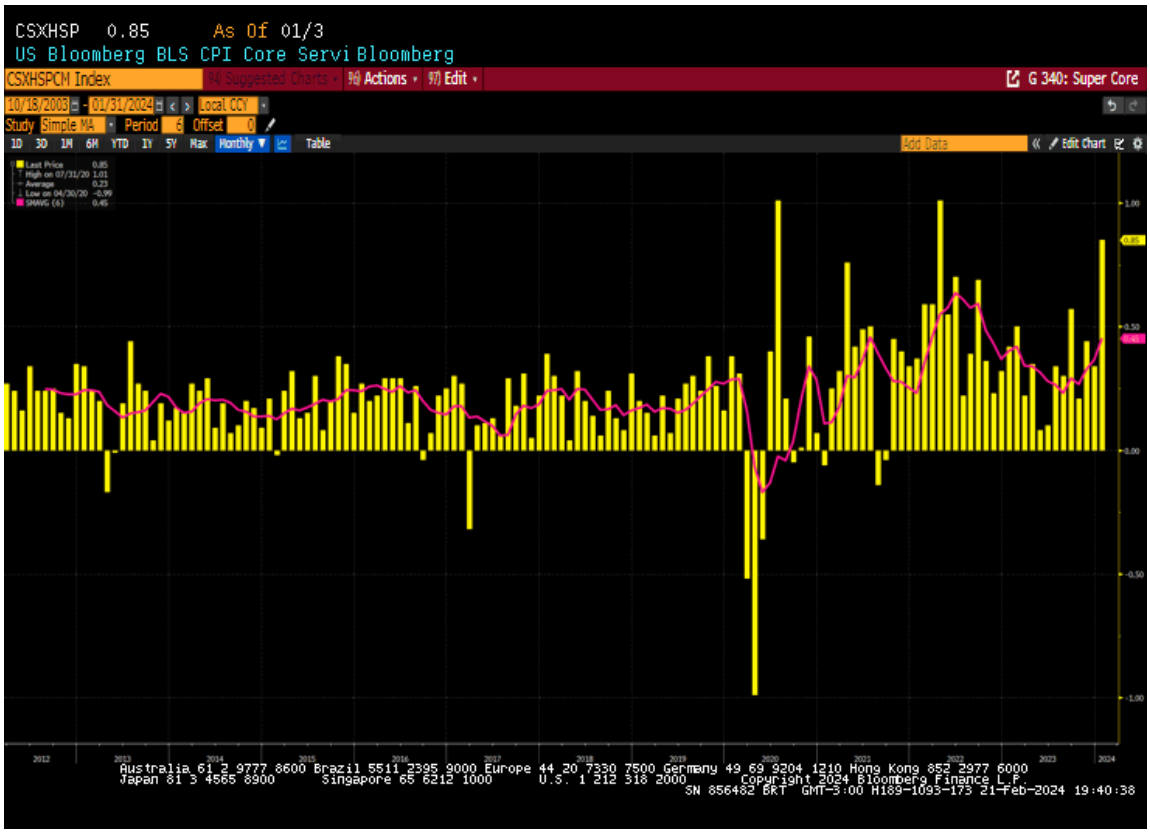
Pois bem, nem 8 semanas depois, e após uma sequência de números muito fortes da economia e também da inflação americana, este cenário começa a ser seriamente desafiado. Curiosamente, o mercado se dividia entre pouso suave ou recessão, enquanto o cenário de "arremetida" não aparecia na maior parte das análises. Nós mesmo, aqui na TAG, começamos o ano com apenas 10% de probabilidade para este cenário, reconhecendo a sua existência, porém sem dar muito peso a ele. Hoje, este cenário já tem 25% de probabilidade e o número está em crescimento. **Tivemos, assim como em 2023, mais uma mudança dramática de narrativa e de números.**

Nesta carta primeiramente vamos olhar os últimos números da economia americana e vamos também discorrer um pouco do porquê esse ciclo econômico (Covid e Pós-Covid) tem sido marcado por tantos erros de previsão, por parte da academia, do mercado e dos bancos centrais.

Tudo começou com a divulgação do PIB americano do quarto trimestre, onde tivemos um crescimento superior a 3%, sendo que o esperado era algo ao redor dos 2%. Na sequência, tivemos uma forte criação de vagas de emprego em janeiro, acima de 350 mil novos postos e, para completar, tivemos leituras de inflação (consumidor e atacado) acima das expectativas do mercado. **Os Estados Unidos são o cavalo selvagem da economia global!**

Olhando mais a fundo a leitura da inflação ao consumidor, tivemos forte crescimento no núcleo, em tese um componente menos volátil e mais indicativo de médio prazo da inflação. Em especial o "super núcleo", uma medida muito acompanhada pelo FED, que mede serviços, porém excluindo moradia e energia.

Pegando a média dos últimos 6 meses da medida, e anualizando, temos uma inflação do "super núcleo" invertendo a direção e rodando em cerca de 5,5% aa. Um número incomodo sob qualquer ângulo que se olhe. Vide gráfico abaixo.



Com isso, o mercado, que começou o ano precificando 6 cortes de juros (150 bps), já deixou as suas expectativas em modestos 3,5 cortes (85 bps). **E, a depender do andamento da inflação, não devemos ficar surpresos se não tivermos redução de juros este ano. Muitos ainda tratam a inflação de janeiro como um evento fora da curva e que depois tudo volta. Pegando emprestada a história do ciclo de inflação dos anos 70 e 80 e também algumas décadas**

trabalhando em um país inflacionário, sabemos que a inflação se move tão lentamente como um petroleiro. Portanto, achamos que tem mais chance de vermos mais 1 ou 2 números ruins do que bons, o que pode mudar bem o comportamento do mercado.

Muito do processo de desinflação que o mercado (e nós inclusive) estamos esperando estava ancorado em uma desinflação de bens, que por conta das questões no Mar Vermelho, estão deixando de ser uma contribuição negativa e uma significativa redução na inflação de moradia, que os indicadores de alta frequência apontavam para algo a ocorrer mais para o meio do ano. Este componente, moradia, ainda é depositário de nossas esperanças, mas temos que reconhecer que as primeiras leituras do ano ainda vieram carregadas. Do lado de serviços, muito fortes, temos uma economia com desemprego nas mínimas, empresas literalmente caçando empregados e reajustes salariais rodando ainda em 5% ao ano.

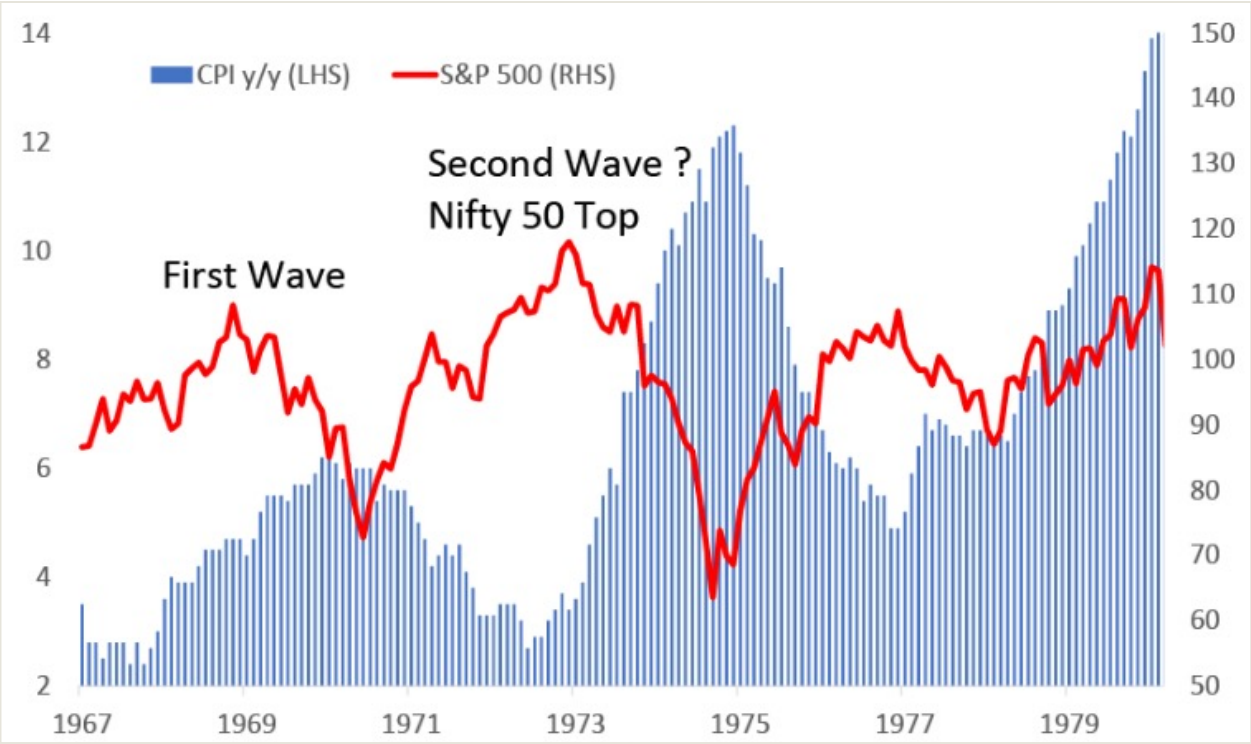
Esse ciclo econômico ("Era Covid"), tem sido marcado por diversos erros de previsão basicamente por ter um componente diferente dos ciclos recentes, **a enorme preponderância de déficits fiscais e em especial por um tipo de fiscal diferente do tradicional (fazer uma ponte, por exemplo), que é a transferência direta de renda para as pessoas. O efeito multiplicador disso é enorme, pois especialmente nas camadas de mais baixa renda, cada dólar transferido é um dólar consumido, o que gira mais rápido a roda da economia. E também da inflação.**

Simplesmente não vemos no espectro político americano disposição para consolidação fiscal, o que seria recomendável. Em tese, em tempos de crescimento normalmente se pouparia mais para poder se gastar nos tempos recessivos. Somente nas últimas semanas Biden deu mais USD 86 bilhões em isenção de tributos para algumas empresas e, enquanto elaboramos essa Carta, ele acabou de perdoar dívidas estudantis, no valor de cerca de USD 2 bilhões. **O ano é eleitoral e a ordem é pau na máquina. Com isso, só resta ao FED usar a política monetária**

apertada por mais tempo para minimizar os efeitos do fiscal descontrolado. Notem que o FED começou o ano jogando água gelada nas expectativas do mercado, falando em menos cortes e não começando já, e mais recentemente tivemos membros relevantes jogando o primeiro corte para o segundo semestre ("*later this year*").

Um cenário a ser considerado é uma eventual volta da inflação, tal qual nos anos 70. O gráfico abaixo (cortesia do JP Morgan Research) nos mostra o movimento de inflação, queda de bolsa, desinflação, alta de bolsa, depois inflação novamente, queda de bolsa e assim sucessivamente.

O cenário macro continua muito incerto, com risco material de reaceleração de inflação e um mercado (no exterior) com os ativos de risco precificados para a perfeição**. Nos parece de bom senso aproveitar esse momento de maior risco e persistente otimismo para tirarmos unidades de risco da mesa, a saber, ações globais e crédito. E dentro da parcela de renda fixa soberana, trocar juros nominais, por juros reais mais protegidos nesse cenário.**

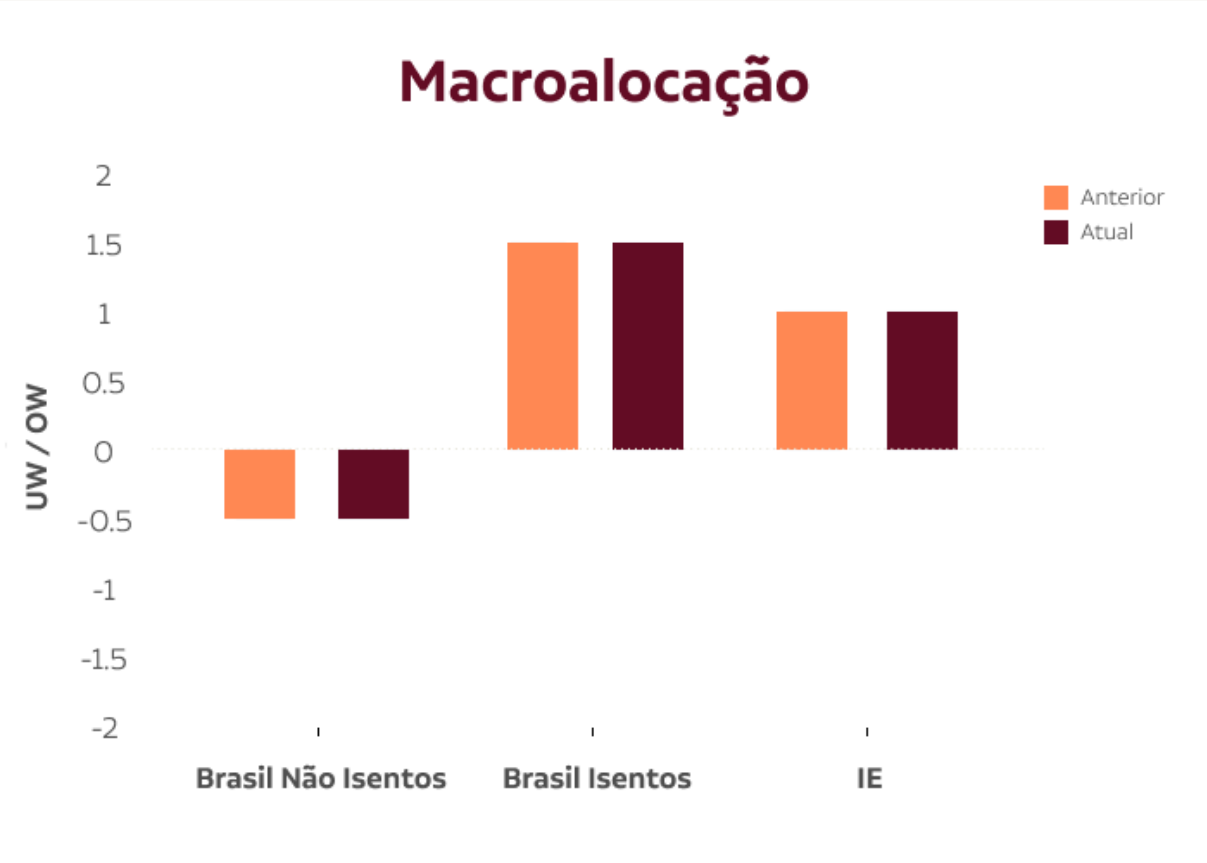


Notem que tudo que foi escrito, se tivéssemos trocado Estados Unidos por Brasil, seria exatamente igual. Em termos de política econômica, os Estados Unidos estão se comportando como o mais vira lata dos países emergentes. **Isso inclusive tem ajudado o Brasil, pois no efeito comparativo com os países desenvolvidos, não somos a moça mais feia do baile. Definitivamente.**

Em termos de mercados, continuamos com a visão que o Brasil seguirá os mercados globais, para o bem ou para o mal. A única diferença é que temos alguns ativos de risco não tão caros como os dos mercados globais. Em tese aceitam um pouco mais de desaforo.

Concluindo, estamos entrando em um período mais perigoso em termos de risco retorno da inflação global, ao mesmo tempo que os ativos estão para lá de bem precificados. Isto nos sugere um momento de cautela tática.

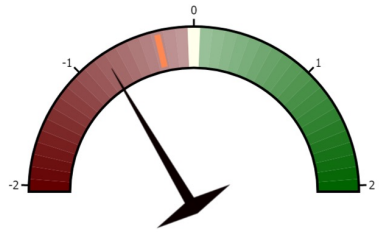
Termômetro de Alocação

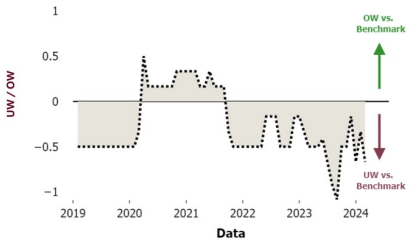


O radar "Macroalocação" da TAG é o primeiro passo da equipe de Gestão no desenvolvimento das Carteiras Modelo TAG. Esse painel busca refletir a nossa convicção em 3 "áreas" de investimento: ativos brasileiros isentos da tributação de Imposto de Renda (ex. debêntures incentivadas, CRAs, CRIs, LCIs, e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

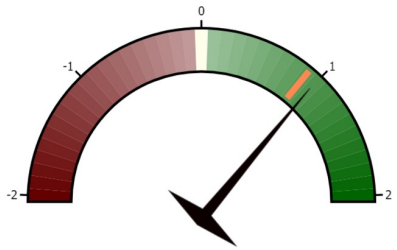
ALOCAÇÃO ESTRATÉGICA | *INCLINAÇÃO* | *HITÓRICO DE ALOCAÇÃO DE RISCO*

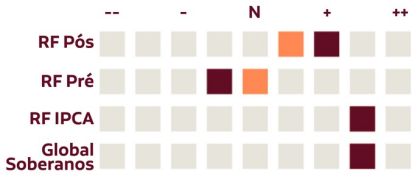
AÇÕES

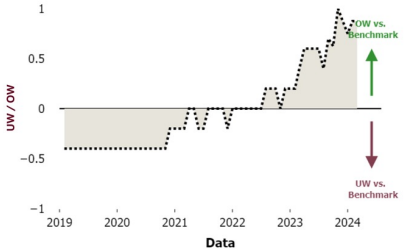




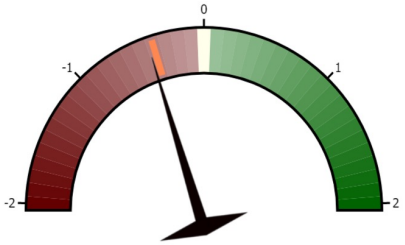
RENDA FIXA

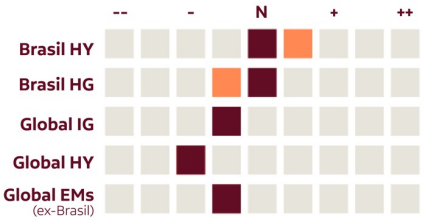


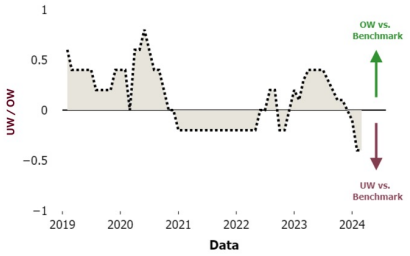




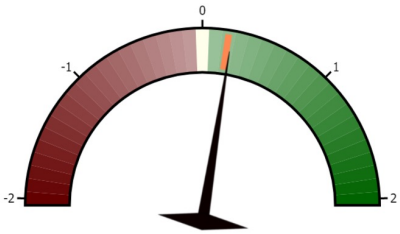
CRÉDITO

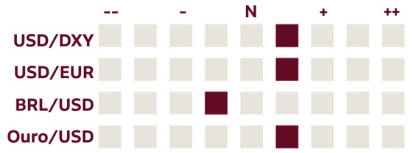


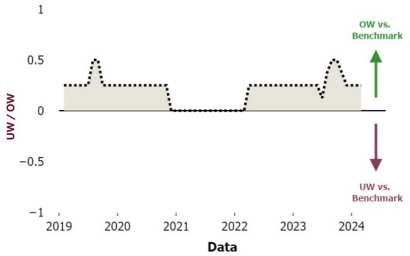




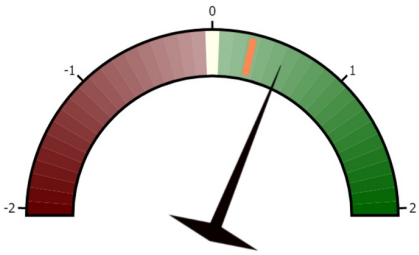
FX

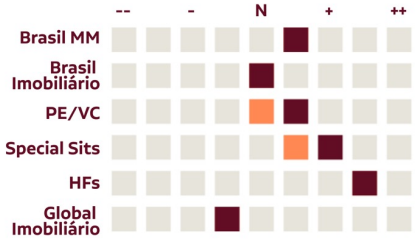


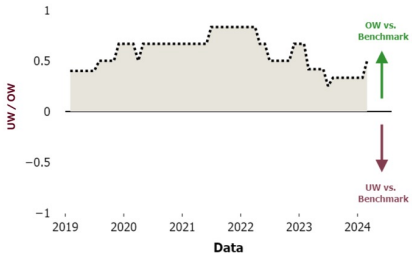




ALTERNATIVOS







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