

Carta Mensal

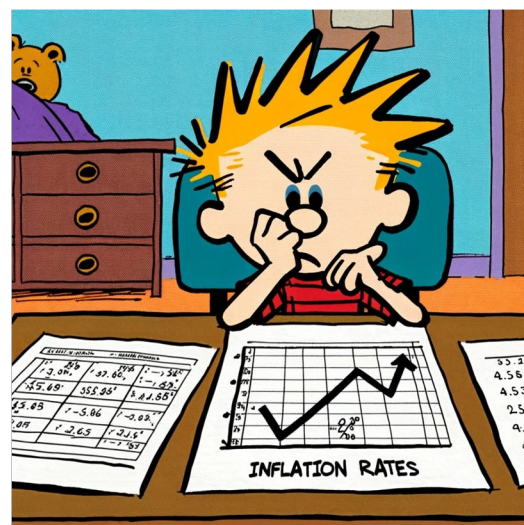
Abril 2024

“As reformas não conseguirão piorar nosso manicômio fiscal. Mas, como dizia um engraxate da Câmara, não há perigo de melhorar.”

- Roberto Campos (avô) ao falar, em dezembro de 1999, sobre o projeto de reforma fiscal em tramitação no Congresso Nacional,

Um Pé No Acelerador E Outro No Freio

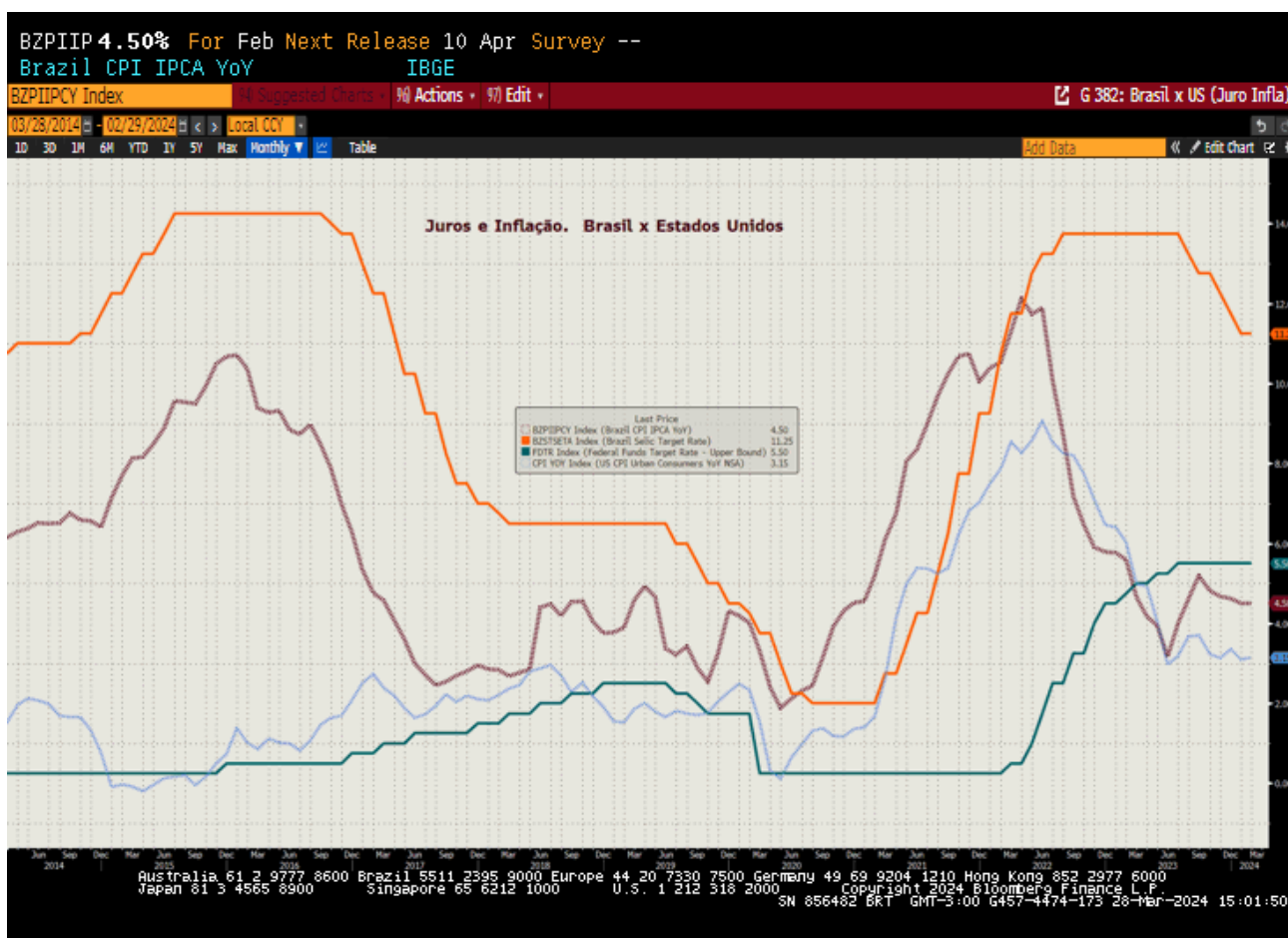
Nas últimas cartas mensais temos tratado sobre economia global, sempre um fator importante para os mercados e para a economia doméstica. Nesta carta, vamos nos ater mais acentuadamente aos fundamentos domésticos. Começamos com uma citação do saudoso Roberto Campos, uma das melhores mentes que esse país já teve. Trata-se de uma pequena homenagem ao seu neto, o também



Roberto Campos (Neto), que preside o Banco Central do Brasil, em seu último ano de mandato. O presidente de Banco Central, está para a comunidade de profissionais de mercado, assim como o técnico da seleção brasileira está para os torcedores de futebol. Ou seja, leva “cornetada” de tudo e de todos. Roberto Campos Neto (RCN) foi criticado por ter reduzido demais os juros, ao ter colocado eles em 2% a.a. na pandemia. Também foi criticado por ter demorado a subir os juros, quando a inflação chegou e, para adicionar insulto à injúria, há quem o critique por ter demorado a começar o processo atual de redução de juros.

Aos críticos, falta talvez a humildade de se colocarem no lugar dele, pilotando um Banco Central em uma inédita situação de pandemia global, com quebra das cadeias globais de produção e as pessoas em casa, sem trabalhar. Com o mundo flertando com uma depressão acentuada em 2020, não é razoável praticar uma política monetária ultra estimulativa? **Quando a inflação começou a dar sinais preocupantes, o nosso BC foi um dos primeiros a iniciar o processo de aperto, em março de 2021. O *Federal Reserve* americano, tão admirado**

pelos que tem síndrome de vira-lata, só começou a movimentar o seu traseiro da cadeira em março de 2022, exatamente 1 ano depois. No gráfico abaixo vemos que Jay Powell só começou a subir juros quando a inflação americana já estava quase fazendo pico. **Merecidamente, o nosso Banco Central começou a colher frutos, tanto na inflação quanto na redução de juros, primeiro que o FED.**



Fonte: Bloomberg

➤ Placar parcial, BCB 2 x O FED. Na ida e na volta do ciclo de juros.

Se formos colocar no pacote a questão de avanços tecnológicos, com a adoção do PIX, são 70 milhões de pessoas que nunca tinham feito uma transferência e que agora usam o PIX. **O maior programa de bancarização do mundo, com implicações econômicas relevantes na vida das pessoas de baixa renda.** E continuamos na frente, com o Real digital, o DREX

(<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/drex>). Bem, o PIX americano (**FED Now**) apenas entrou no ar no segundo semestre do ano passado, e assim mesmo não teve adesão de 100% dos bancos e cooperativas ainda.

➤ Fim de jogo, BCB 3 x 0 FED. Fora o baile.

Isso tudo nos traz à atual situação econômica local, à mudança de postura do nosso BCB em sua última reunião e às bordoadas que RCN já está levando por estar fazendo o seu trabalho diligentemente.

Bem, o começo de 2024 tem nos trazido surpresas negativas de inflação, tanto nos EUA como no Brasil. O nosso Banco Central, ato contínuo, adotou uma postura cautelosa e já comunicou que as incertezas aumentaram, retirou o “**guidance**” e possivelmente irá reduzir o “**pace**” de quedas de juros, após a próxima reunião, que tem mais uma queda de 0,5 ponto percentual encomendada. Já o seu colega americano, adotou uma postura negacionista, colocando a culpa na sazonalidade de começo de ano e segue tão alvo e manso como uma pombinha.

No último trimestre, tivemos uma surpresa inflacionária (que no Brasil quase sempre é para cima) de 0,54%. Anualizando isso temos 2,12%, mais de 2/3 da meta cheia para o ano. É muita coisa!

	2023		2024		Variação %	
	Dez	Jan	Fev	No trim. até fev.	12 meses até fev.	
Cenário do COPOM ^{1/}	0,50	0,26	0,52	1,29	3,95	
IPCA observado	0,56	0,42	0,83	1,82	4,50	
Surpresa	0,06	0,16	0,31	0,54	0,55	

Fontes: IBGE e BC
1/ Cenário na data de corte do Relatório de Inflação de dezembro de 2023.

O último RTI (Relatório Trimestral de Inflação) adota algumas premissas, sendo que a principal é que, com uma taxa terminal de 9,0%a.a. em Dez.24 e de 8,5%a.a. em Dez.25, vamos obter uma inflação de 3,50% em 2024 e de 3,2% em 2025. **Isso para uma meta de 3,00%.**

Pensem comigo, se com 9,0% de juros, o BC ainda está longe da meta e já está com um erro (para cima) de 41% em relação às suas projeções, podemos inferir que a taxa terminal em 2024 será acima de 9,0%. Concordam? Nada mais natural que o BCB reduza o pace das quedas e aumente a sua taxa terminal.

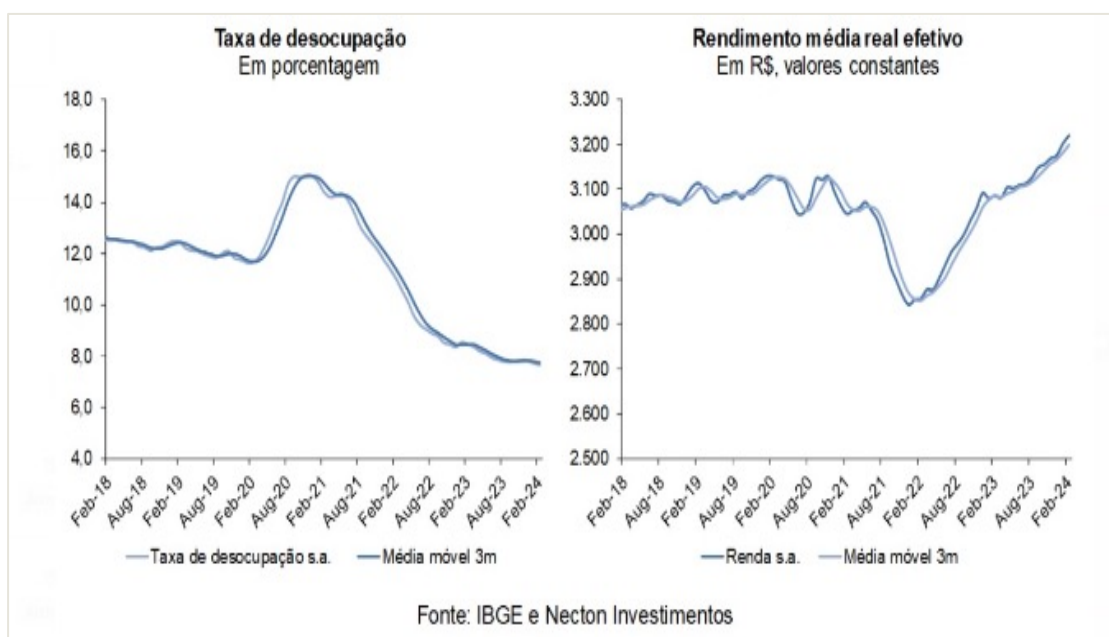
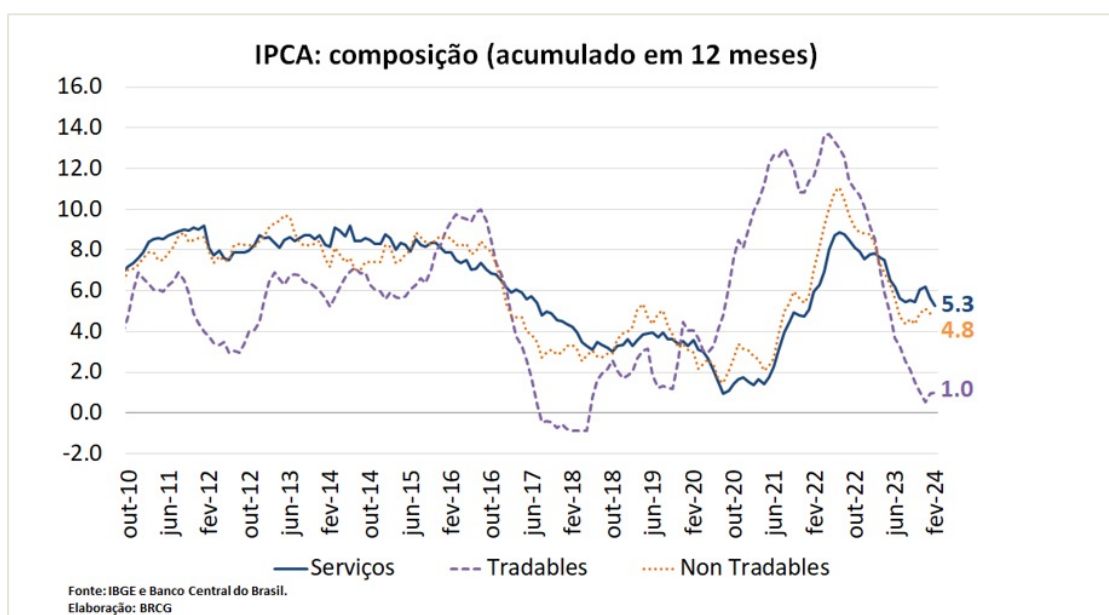
Tanto no processo de desinflação dos EUA quanto no do Brasil, tem algo que nos incomoda muito. Vejam o gráfico mais abaixo, em que podemos dividir a inflação em dois componentes: os itens negociáveis, geralmente mais voláteis e sujeitos a choques (em ambas as direções); e os itens não negociáveis, mais marcadamente serviços, que é uma parte da inflação mais rígida, mais ligada ao mercado de trabalho (e renda) local.

Bem, o que nos ajudou até agora é o componente mais volátil (e mais frágil), basta um choque em *commodities*, uma interrupção de uma cadeia logística e pronto, já deixamos de ter a desinflação dos itens negociáveis com o mundo. **Justamente o item mais perene, mais teimoso, depende de um mercado de trabalho que está apertado e de uma renda que está em processo de expansão. É como se toda a racional de corte de juros do BCB (e do FED) estivesse pendurada na corda mais fraca, e não em uma corrente de ferro.**

E aqui chegamos na relação do fiscal com atividade e com inflação.

Quando um país opera com déficit fiscal, isso significa que este mesmo montante (financiado com aumento de endividamento público) está sendo transferido ao setor privado. No nosso caso transferência direta, seja no Auxílio Brasil (que veio de R\$ 40 bi por ano para R\$ 140 bi) seja no pagamento de R\$ 90 bi em precatórios, nesse primeiro trimestre, seja no volume de emendas parlamentares, aplicadas em estados e municípios.

Por isso que os indicadores de alta frequência deste começo de ano (pesquisas de comércio, serviços e geração de empregos) têm vindo bem acima (alguns desvios) do esperado. **Mesmo com a contribuição negativa do agro em 2024, teremos o consumo puxando a fila e hoje trabalhamos com um crescimento ao redor de 2% para 2024.**



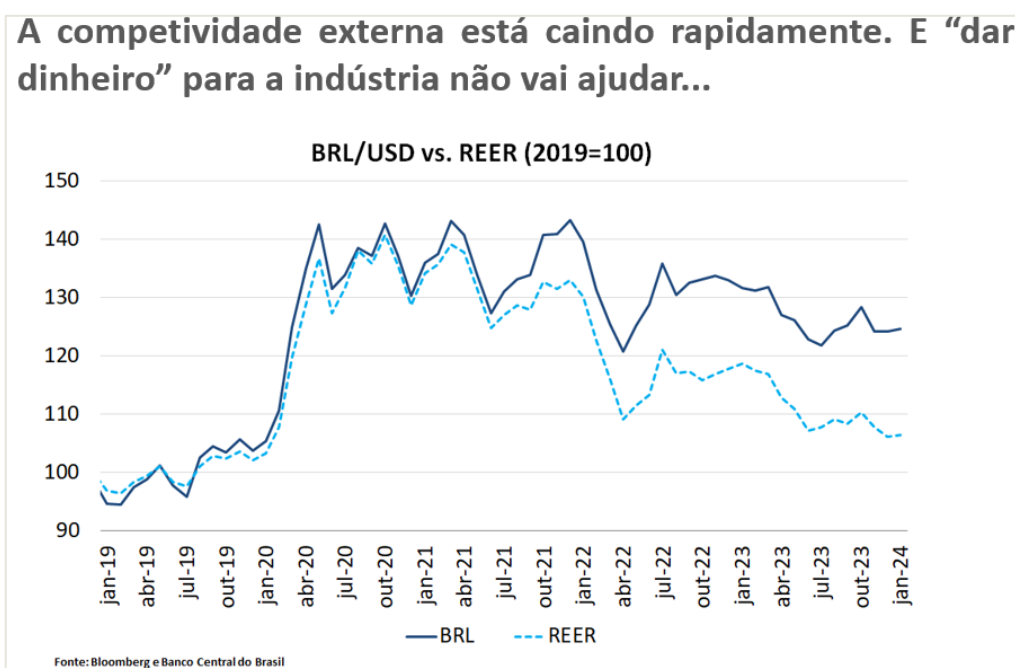
Quando a política fiscal trabalha com o pé no acelerador (como no Brasil e Estados Unidos), só resta à política monetária trabalhar com o pé no freio. Esse quadro não deve se alterar até o fim do atual governo, logo trabalhamos com um juro (nominal e real) um tanto quanto mais restritivo do que o normal até 2026.

E temos sempre os riscos dos preços administrados, a gasolina está desfasada em 21% dos preços internacionais. Caso o governo, como acionista majoritário da Petrobrás, opte por dar este aumento, isso representaria cerca de 1% a mais na inflação do ano. **Quando olhamos a inflação, continuamos achando que o mercado com seus 3% (e baixo) de IPCA, nos parece exageradamente otimista e a assimetria é claramente para uma inflação maior.**



Um outro desbalanço que tem chamado nossa atenção é o gráfico abaixo. Com o mercado de trabalho aquecido, e muita gente saindo do mercado de trabalho pois recebe auxílio, temos tido um aumento real da massa salarial ampliada. Aumento esse acima do crescimento da produtividade do mesmo trabalhador. **Com isso, estamos ficando menos competitivos quando nos comparamos com o produto externo (industrializado, pois serviços são naturalmente protegidos).** Vejam que se abriu uma boca de jacaré entre o câmbio nominal e o que deveria ser o câmbio real. Sugerindo que para retomarmos a competitividade perdida, deveria haver uma desvalorização de cerca de 20% (USD/BRL nos 6,00).

Isso significa que a tal desvalorização irá ocorrer? Não necessariamente, é um vetor que vai na direção contrária do vetor do crescimento de produção da Petrobrás (pré sal) e do nosso agronegócio. **Inclusive isso já chama o debate se teremos a “doença holandesa”, quando a super produtividade em um determinado setor de um país, aprecia o câmbio de tal forma que mata outros setores.**



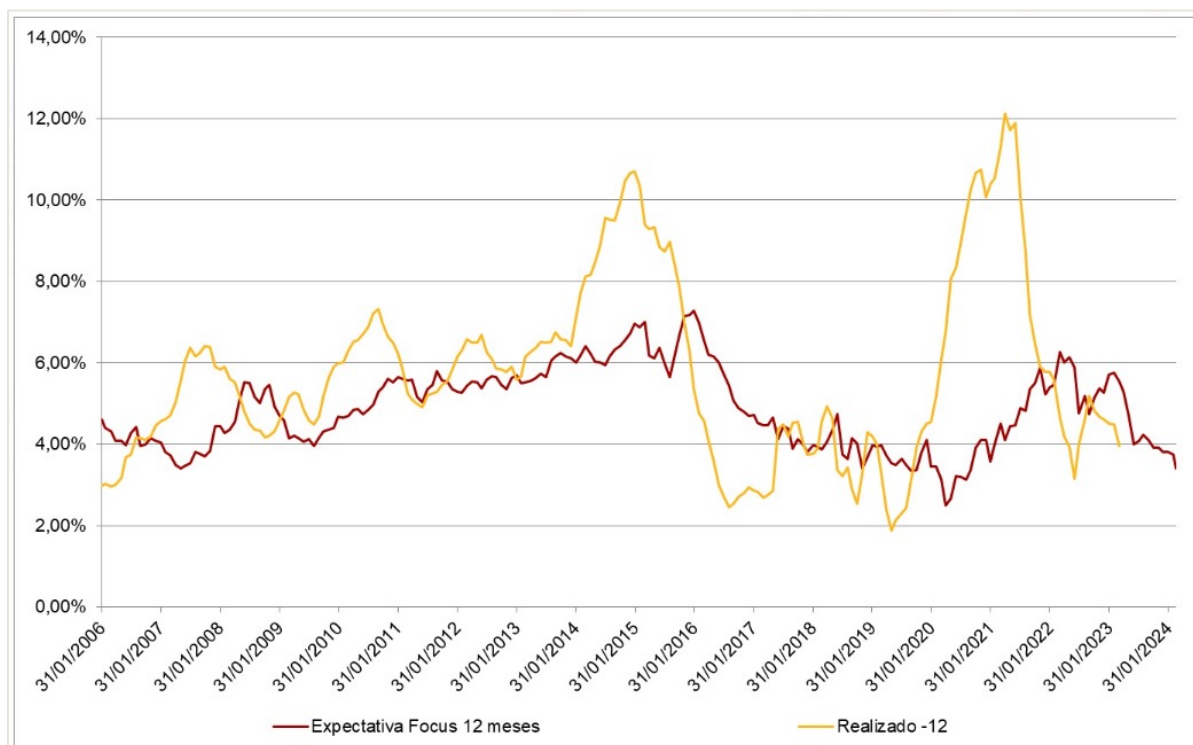
Outro aspecto que nos tem preocupado é o ativismo governamental em empresas estatais e até mesmo não estatais, como no caso de o governo querer influenciar na escolha do **C-level** da Vale. **No caso da Petrobrás, a empresa tem sacrificado o seu caixa para fazer uma política de preços de combustíveis baratos. Ao mesmo tempo, deixa de distribuir dividendos para poder “investir”. No caso, em projetos com taxas de retorno bem inferiores ao pré-sal, seja na retomada de refinarias (uma atividade de margens baixas), seja na geração eólica em alto mar.**

Traduzindo toda essa macroeconomia para os investimentos, o que temos?

Seja pelo ambiente de maior voracidade tributária, seja pela política monetária mais apertada,

seja pelos principais papéis da bolsa viverem sob ataque, o fato é que temos alocação em bolsa brasileira abaixo do que seria o neutro. A bolsa brasileira é barata? É. E isso já há algum tempo e com razão. **Não vemos trigger para uma melhora relevante e consistente nessa classe de ativos. E naturalmente dentro da classe, gostamos mais da gestão ativa do que da gestão indexada, basta olharmos o peso de Vale e Petro no índice Bovespa.**

Na renda fixa, títulos públicos, gostamos muito, **mas muito mesmo**, da alocação em NTNBS, tanto pelo alto juro real pago, quanto pela inflação implícita, relativamente baixa para padrões históricos. **Sempre devemos lembrar que no Brasil as previsões de inflação erram sempre para baixo, ou seja, a inflação sempre surpreende para cima. Na média 0,9%a.a em relação ao boletim Focus. Vide gráfico abaixo.**



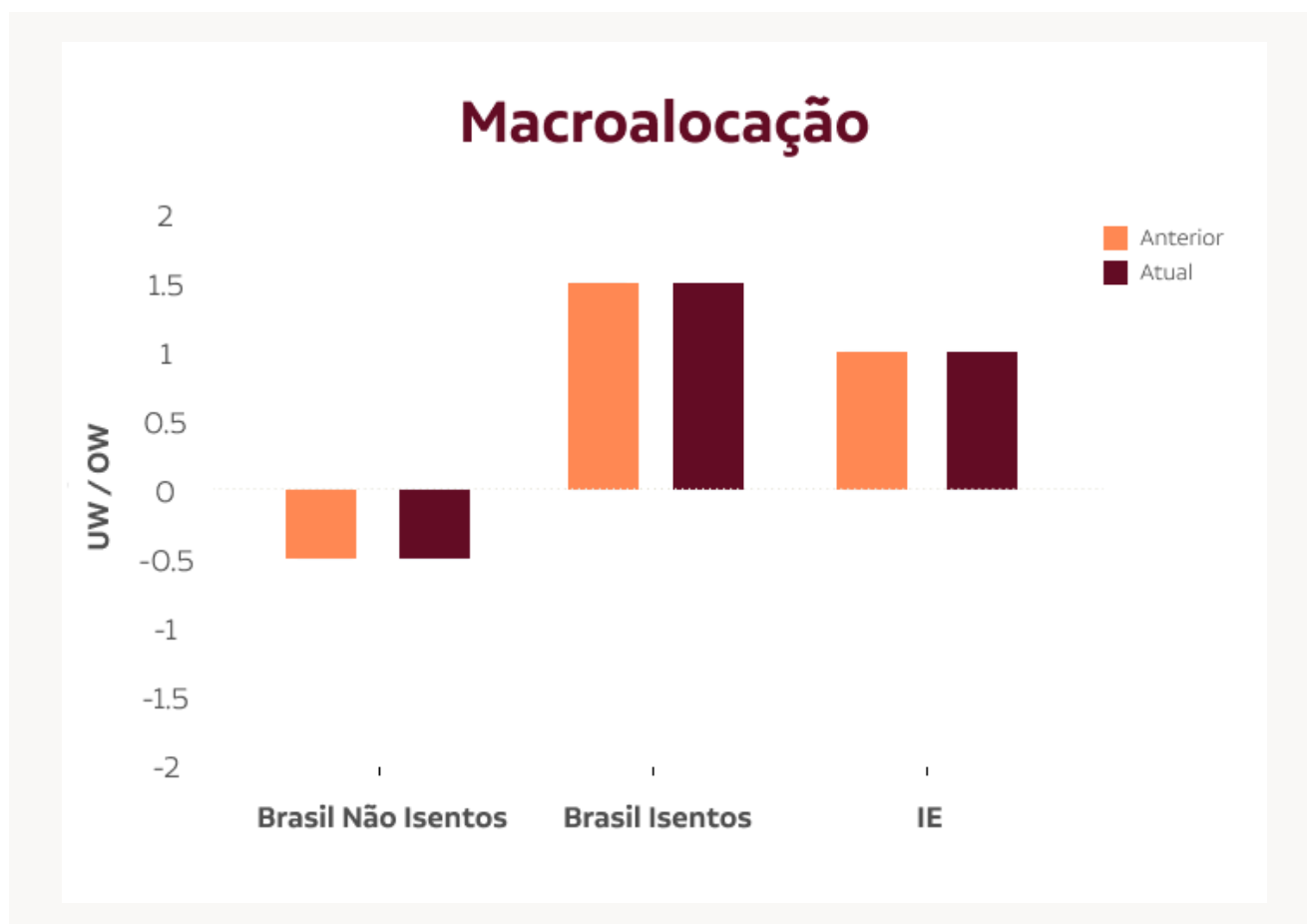
Fonte: Banco Central e IBGE

Sendo o Brasil o país dos juros reais altos, naturalmente entendemos que o Brasil é um país bem mais de crédito, do que de ações. Mesmo com o fechamento de spread de crédito nos papéis AAA para níveis pré-americanas, ainda temos *spreads* interessantes em outros *clusters* (agrupamentos) de *ratings*. Além disso gostamos muito de crédito “*high yield*” e estruturado com bom nível de garantias e/ou subordinação. **No crédito vale o inverso do senso comum, aqui “mais é mais”. Ou seja, quanto mais diversificada for a sua carteira, com emissores e setores bem variados, melhor.**

Dada a sua complexidade jurídica e um ambiente empresarial hostil, temos sempre boas oportunidades nas classes alternativas, as chamadas situações especiais, que é um universo tão amplo que vai desde precatórios federais, passando por ativos judiciais, por recuperação de créditos não performados e indo no nível de sofisticação de “*dip finance*” **para empresas em dificuldades ou até mesmo em RJ. Aqui também vale a experiência de 20 anos, identificando e selecionando os melhores parceiros na implementação destas estratégias, que são de alto retorno e não correlacionadas com o risco de mercado tradicional.**

Para encerrar, o ambiente atual da economia brasileira não é um ambiente ruim para investimentos, muito pelo contrário, é um ambiente até repleto de boas oportunidades, basta saber olhar fora do óbvio e entender que o Brasil não é o país do acionista, é o país do credor.

Termômetro de Alocação



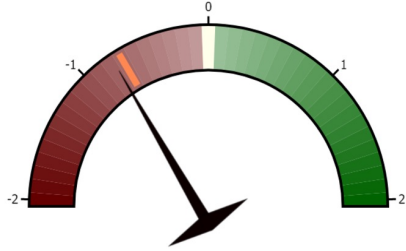
O radar "Macroalocação" da TAG é o primeiro passo da equipe de Gestão no desenvolvimento das Carteiras Modelo TAG. Esse painel busca refletir a nossa convicção em 3 "áreas" de investimento: ativos brasileiros isentos da tributação de Imposto de Renda (ex. debêntures incentivadas, CRAs, CRIs, LCIs, e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

ALOCAÇÃO ESTRATÉGICA

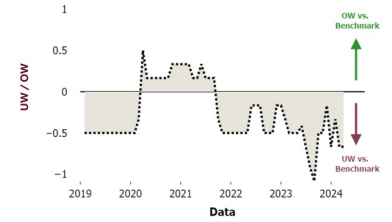
INCLINAÇÃO

HITÓRICO DE ALOCAÇÃO DE RISCO

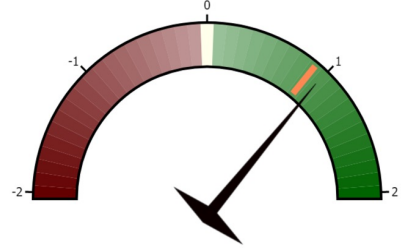
ACÇÕES



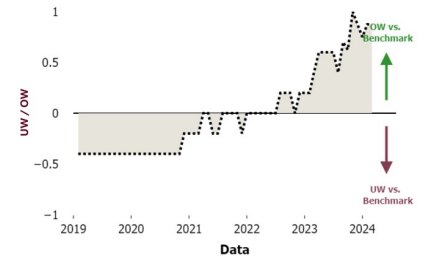
	--	-	N	+	++
Brasil					
DMs					
EMs ex-Brasil					



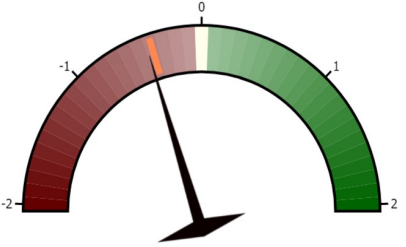
RENDA FIXA



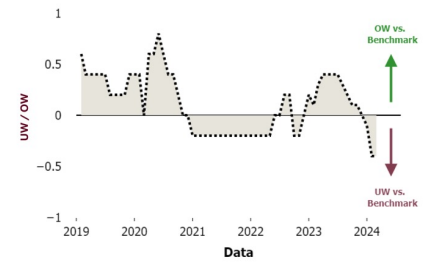
	--	-	N	+	++
RF Pós					
RF Pré					
RF IPCA					
Global Soberanos					



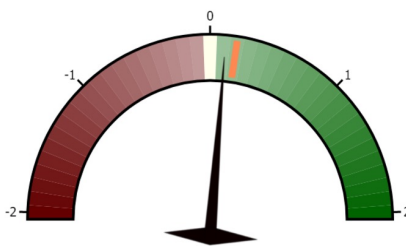
CRÉDITO



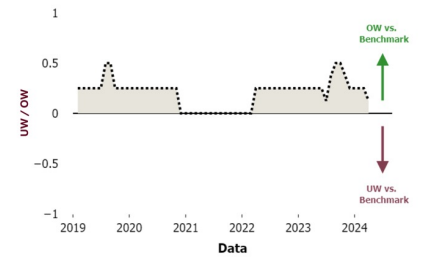
	--	-	N	+	++
Brasil HY					
Brasil HG					
Global IG					
Global HY					
Global EMs (ex-Brasil)					



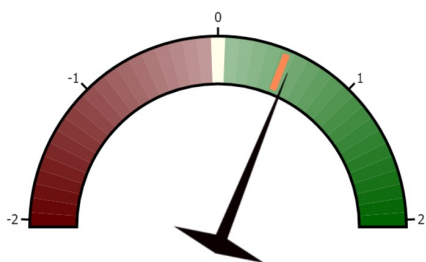
FX



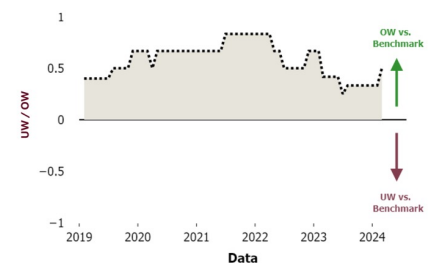
	--	-	N	+	++
USD/DXY					
USD/EUR					
BRL/USD					
Ouro/USD					



ALTERNATIVOS



	--	-	N	+	++
Brasil MM					
Brasil Imobiliário					
PE/VC					
Special Sits					
HF's					
Global Imobiliário					



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 Estratégica" 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.