

Sumário

MUNDO

Tensão geopolítica dá o tom no final do mês.

MERCADO

Ativos de risco sofreram, com exceção das commodities.

BRASIL

Grande dicotomia de retorno dos setores da bolsa.

War

Se você deixa o mal acontecer e não faz nada, com o intuito de preservar a paz, você não é pacífico, você é covarde!

Chris Adamas Stiffler

Iniciamos o ano de 2022 com um bom desempenho dos ativos no Brasil (Bolsa e Câmbio, em especial), a despeito de um pano de fundo internacional bastante desafiador e sem que tenhamos observado uma melhora clara de fundamentos internos. Como explicar esta dicotomia?

Primeiro, vamos entender o pano de fundo em que estamos trabalhando! No cenário internacional, por um lado, temos um ambiente ainda saudável de crescimento, mas, por outro lado, uma inflação desconfortavelmente elevada.

Os bancos centrais, percebendo que a injeção de liquidez foi excessiva e perdurou por tempo demais, começaram a ajustar sua política monetária, na forma de alta de juros e redução de liquidez.

A pandemia mostra sinais claros de arrefecimento e a sociedade, aos poucos, vai se ajustando a (antiga) realidade.

A mudança de postura por parte dos bancos centrais e o acúmulo de sinais de aceleração na inflação levaram a uma maior volatilidade das bolsas internacionais. Os índices de ações nos EUA, por exemplo, caíram entre 5% e 15% apenas em janeiro.

A situação geopolítica entre Ucrânia e Rússia, que se intensificou em fevereiro, está levando a mais uma rodada de alta em commodities como Petróleo e Gás Natural, além de manter uma volatilidade elevada nos mercados internacionais.

A região no entorno da Rússia é grande produtora e fornecedora global de uma série de commodities (metálicas, preciosas e agrícolas). Um conflito armado e mais prolongado na região poderia ser considerado um novo “choque de oferta” para a economia global, com mais inflação

(que já vem de uma base alta) e menor crescimento – em um momento em que o ciclo econômico já está em estágio mais avançado, em desaceleração.

De modo geral, assim, iniciamos o ano de 2022 em um ambiente internacional muito mais hostil do que aquele verificado no pós pandemia, entre abril de 2020 e dezembro de 2021.

No Brasil, o cenário econômico mostrou pouca (ou nenhuma) mudança estrutural em relação aos principais temas que temos alertado neste fórum: um crescimento que deve ser baixo, ou até mesmo negativo em 2022; uma inflação que irá recuar, mas permanecerá acima da meta do Banco Central; contas públicas que serão fortemente testadas em um ano eleitoral; e uma incerteza política elevada em ano de eleição.

Mesmo diante de todas essas incertezas e desafios, temos presenciado um bom desempenho dos ativos do Brasil neste começo de ano. Como explicar isso? Vamos por partes...

No mercado de juros, talvez dos três grandes grupos (Juros, Ações e Câmbio) é aquele que ainda apresenta dinâmica mais negativa, está intimamente ligado a política monetária, quando falamos da parte mais curta da curva (aquela com vencimentos de 1 a 3 anos). O Banco Central vem sendo surpreendido consecutivamente por dados de inflação mais elevados e qualitativamente negativos (inflação mais espalhada e enraizada). Isso tem levado a uma reprecificação da curva, que agora trabalha com uma taxa de juros terminais mais elevada do que anteriormente imaginado.

Este movimento levou a uma alta nas taxas de juros (queda de preço) da parte curta da curva. Como o mercado acredita que o Banco Central irá cometer um erro de política monetária, e terá que cortar os juros logo em seguida, vimos um movimento menos negativo nos vértices intermediários e mais longos da curva. De qualquer maneira, dado as pressões por mais gastos públicos, as taxas longas ainda apresentam muita volatilidade e se encontram em níveis bastante elevados.

Contudo, o que vimos na taxa de câmbio foi uma forte queda do Dólar (fortalecimento do Real) nestas primeiras semanas do ano. Acredito que alguns vetores explicam este movimento.

Primeiro, a alta rápida e acentuada da Taxa Selic promovida pelo Banco Central desde o ano passado, trazendo os juros de 2% para um patamar de 2 dígitos, certamente está funcionando como uma âncora para nossa taxa de câmbio, especialmente quando olhamos o patamar das taxas relativas de juros (Brasil vs EUA). Isso ajuda a trazer fluxo para renda fixa, além de ajudar a reduzir a volatilidade da moeda.

Segundo, há um movimento global de saída de fluxo de ações de “crescimento” e “tecnologia” para ações mais “cíclicas” e de “valor”. A bolsa do Brasil virou um caso clássico de “valor” com diversos ativos “cíclicos”. Isso tem, sem dúvida alguma, atraído a atenção e os fluxos para a bolsa do Brasil ajudando, em paralelo, a taxa de câmbio.

Terceiro, todas as métricas econométricas que utilizam fundamentos e padrões históricos, desde o ano passado, apontavam para uma taxa de câmbio excessivamente depreciada. A despeito de todos os desafios do país, o Brasil ainda apresenta conta externas bastante saudáveis e reservas internacionais sólidas.

Finalmente, observamos um movimento de mesma direção, porém de menor magnitude, em outras moedas de países emergentes que são nossos pares, especialmente na América Latina, mas também observado na periferia da Europa.

Alguns desses vetores serão mais permanentes que outros. O fluxo, a posição técnica e o *valuation* parecem ser vetores essenciais ao explicar o movimento do câmbio este ano.

Partes desses vetores também explica o bom desempenho da bolsa local, especialmente em um ambiente de incertezas internacionais e queda nos índices de diversos países.

A bolsa do Brasil fechou o ano de 2021 com forte fluxo de saída de recursos, ainda reflexo da migração de investimentos de ações para renda fixa. Este foi um dos principais (senão o principal) vetor de pressão negativa no preço das ações do país ao longo do segundo semestre do ano passado.

Entramos o ano de 2022 com diversas empresas anunciando resultados sólidos (ou, no mínimo, satisfatórios), com nível de preços e, conseqüentemente, *valuations* atrativos para os padrões históricos e com uma posição técnica em que os estrangeiros tinham (e ainda têm) pouca alocação.

Junta-se a isso o movimento comentado no início deste texto, por busca de “valor” em detrimento a “crescimento”, vimos um movimento não desprezível de fluxo para a bolsa local, ajudando a dar suporte ao seu preço mesmo em um pano de fundo ainda desafiador.

Quando analisamos investimentos, começamos sempre olhando o cenário econômico. Buscamos traçar um cenário central, onde estarão concentradas as alocações estruturais e cenários alternativos, onde buscaremos proteções (“hedges”) ou alocações para balancear o portfólio nessa direção.

Contudo, o segundo passo deste processo (e tão importante quanto o passo inicial), é entender o nível de preços, *valuations*, posição técnica e fluxos. Não adianta estar pessimista e não olhar se os preços já refletem isso (o mesmo vale na ponta otimista).

O movimento dos ativos de risco é explicado por diversos vetores além apenas do cenário e isso precisa ser levado em conta na hora de estruturar um portfólio balanceado.

Temas de Investimento

Nos últimos dias vimos uma escalada exponencial da crise geopolítica entre a Ucrânia e a Rússia. A ideia desta atualização é expandir nosso comentário em relação aos mercados, alocações e portfólios. Começando pelo cenário internacional, entramos nesta nova crise com posições abaixo da média em Ações e Renda Fixa global, pois já estávamos desconfortáveis com *valuations*, posição técnica e com pano de fundo de inflação, vide aqui: <https://www.taginvest.com.br/arquivos/carta-mensal-janeiro-2022.pdf>.

Acreditamos que os próximos dias/semanas serão de enorme incerteza e volatilidade. Nos atuais níveis de preço ainda não estamos dispostos a elevar nossas alocações offshore, mas os preços estão caminhando rapidamente para um patamar que nos dá maior conforto de *valuation* para eventuais aumentos de posição.

Vale lembrar que estamos com os caixas offshore bastante elevados para os padrões históricos e para os padrões de mercado e, no começo de fevereiro (vide nas páginas a seguir), voltamos a estruturar proteções nos portfólios internacionais.

A reação dos mercados a esta nova crise dependerá muito de sua duração. O maior canal de contágio desta situação ao resto do mundo é via alta do preço de commodities, que levaria a mais inflação, menos consumo e pressão negativa no crescimento. O aperto das condições financeiras é outro vetor que precisa ser monitorado.

No Brasil, devido aos preços, *valuations* e posição técnica mais saudável, mantemos posições neutras na bolsa local.

No mercado de juros, a despeito de um cenário inflacionário ainda desafiador, estamos com posições acima da média, pois vemos o atual patamar de juros como já embutindo prêmios relevantes na curva.

Seguimos bastante alocados em crédito High Yield, através de estruturas com muitas garantias, em setores diversificados e em teses não correlacionadas.

Estamos sem direcional no mercado de câmbio. Vemos o movimento de apreciação do Real no curto-prazo ajudado por questões técnicas, como fluxo e descompressão de prêmio local de risco.

No curto-prazo, o cenário internacional irá ditar a dinâmica do mercado, invariavelmente. Optamos, neste momento, em não fazer nenhum movimento nos portfólios. Contudo, estamos atentos, preparados e discutindo incessantemente os cenários possíveis diante das novas variáveis.

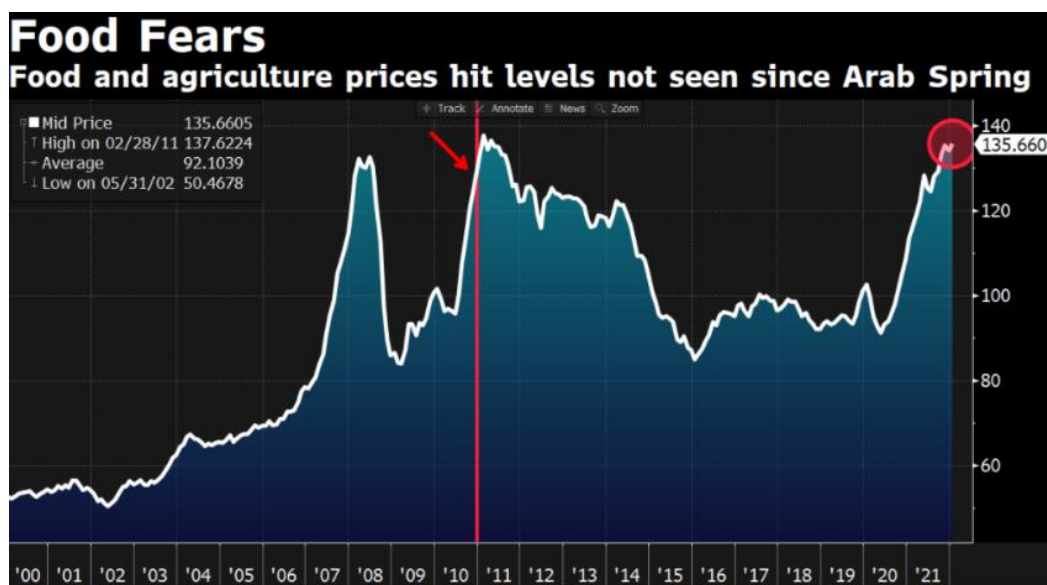
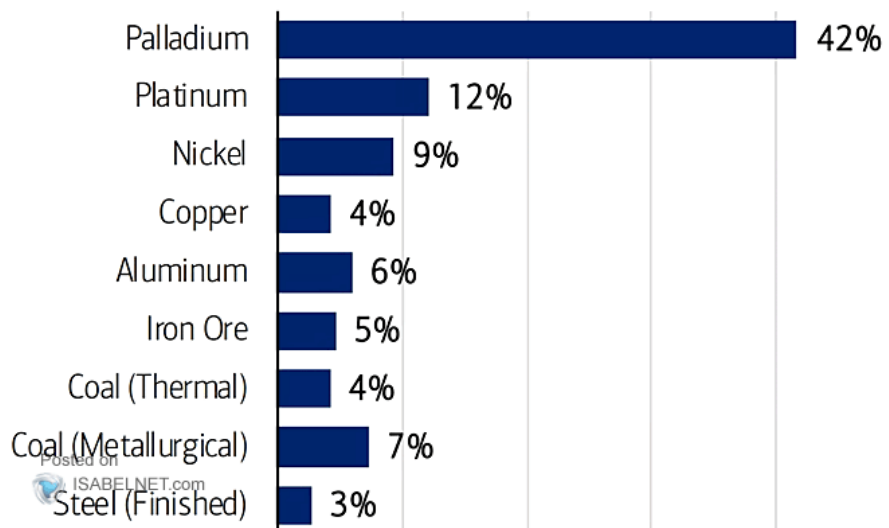


Exhibit 1: Russia production, of global production

Russia has meaningful shares in global production



Source: company reports, CRU, Bloomberg, BofA Global Research

PROTEÇÕES

Nos portfólios internacionais, fizemos algumas proteções no índice S&P ao longo de fevereiro. Nas carteiras locais, com a volatilidade implícita dos ativos de risco mais elevada, optamos por não adicionar nenhuma nova proteção aos portfólios. Estamos optando por uma alocação mais balanceada e conservadora afim de proteger os portfólios da volatilidade de curto-prazo.

Não tivemos alterações relevantes nas demais classes de ativos.

