TAG
INVESTIMENTOS

Carta Mensal

Novembro 2023

"It is remarkable how much long-term advantage people like us have gotten by trying to be consistently not stupid, instead of trying to be very intelligent."

- Charlie Munger

Admirável **Ano Novo**

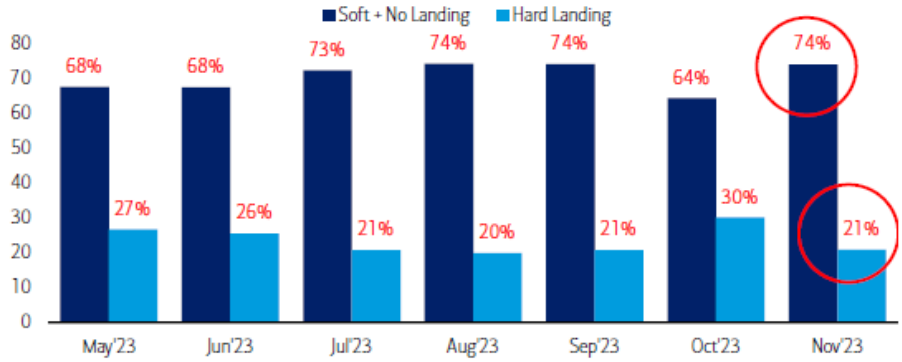
O exercício de fazer previsões e ajustar os portfólios para um novo ciclo é ingrato, assim como torcer para o Botafogo. Porém, assim como os nossos afetos herdados, é algo inevitável.

O objetivo aqui é evitarmos armadilhas e erros estúpidos e fazer o nosso arroz com feijão bem-feito. Com isso, colocamos nossas panelas no fogo.

Algumas premissas básicas de cenário:

1. O tom para os ativos de risco em 2024 será dado pelo destino da economia americana. O resto do mundo, em maior ou menor grau, irá apenas seguir o líder (Estados Unidos).
2. Temos basicamente três cenários possíveis; o "*soft landing*", o "*hard landing*" e o "*no landing*". Naturalmente temos regiões fronteiriças entre eles, mas para organizarmos nossas mentes, vamos trabalhar com cenários estanques.
3. A economia americana já se encontra em processo de desaceleração, ainda que de modo suave.
4. A comunidade de gestores globais tem que o "*hard landing*" representa apenas 21% de probabilidade, e que 2/3 deles tem o "*soft landing*" como cenário base.

Chart 7: "Soft/no" landing a solid consensus for 2024
What is the most likely outcome for the global economy in the next 12 months?



Source: BofA Global Fund Manager Survey

BofA GLOBAL RESEARCH

"Soft" + "no" landing expectations back to their summer high in November (74% vs 64% last month).

"Hard landing" fears easing at 21% (vs 30% in October).

2 out of 3 FMS investors see "soft" landing as their base case scenario for the global economy in 2024.

Nos parece que o mercado desconta um cenário benigno com uma probabilidade alta, bem mais alta do que as incertezas macroeconômicas indicam.

Dos três cenários, o que nos parece menos provável é o "*no landing*", que seria o equivalente a uma arremetida de um avião em processo de pouso. Não é impossível, mas até pela inércia envolvida em uma economia de USD 23 trilhões, reversões súbitas de tendência não são a norma. **Vamos ficar aqui com uma probabilidade de 10%,** uma escolha bem discricionária, que bem poderia ser 15% ou 20%, ao gosto do freguês. Esse cenário implicaria em um risco material de reaceleração da inflação, com o FED retomando sua campanha de aumento de juros, em um cenário de volatilidade e dificuldade para os mercados.

O cenário queridinho do mercado, o "soft landing", implica em uma inflação que lentamente convirja para algo entre 2,0% e 2,5%, com prejuízo mínimo à atividade, digamos um PIB rodando perto de zero, com alguma variância em torno disso. É um cenário onde o FED teria espaço para começar uma lenta campanha de redução de juros e os ativos de risco teriam uma bela apreciação, já fatorando uma menor taxa de desconto e uma perspectiva de retomada de crescimento global em 2025. De um lado, a história nos mostra que raramente finais de ciclos de aperto monetário terminam em pousos suaves, porém este ciclo tem se mostrado diferente. Decerto, turbinado por uma largueza fiscal que não vemos desde a segunda guerra mundial. **A melhor maneira de reconhecermos que não sabemos e que o grau de incertezas é grande, é justamente atribuir uma probabilidade de 45% para este cenário.**

O que nos coloca com a mesma probabilidade, também de 45%, para o cenário de "*hard landing*". Aqui temos um cenário onde a recessão será violenta, com um ou mais acidentes de crédito relevantes, grande aversão ao risco e desempenho bem ruim dos ativos de risco. Aqui temos um cenário onde o FED tem de cortar os juros, ao menos para o nível considerado neutro (algo entre 2,0% e 2,5%).

Esse exercício, mais do que ter a pretensão de cravar números exatos, tem o objetivo de criar um modelo mental onde consigamos organizar nossas ideias, identificar assimetrias (positivas e negativas) e com isso elaborar a construção de um portfólio equilibrado, com bom retorno esperado para os cenários mais prováveis e fazendo o uso de proteções baratas. A seguir, a nossa distribuição de probabilidades, com os preços-alvo para os diversos cenários:

Cenário	Probabilidade	SP500	SOFR	10Y	DXY	BCOM	Ibovespa	USD/BRL	Selic
Preços 30.11.2023		4.550,00	5,30%	4,35%	103,50	102,00	127.000,00	4,92	12,25%
Soft Landing / FED Goes To Neutral	45%	5.200,00	4,00%	3,75%	90,00	130,00	155.000,00	4,50	9,25%
Hard Landing / FED Crushes Rates	45%	3.600,00	2,00%	2,75%	110,00	80,00	96.000,00	5,50	8,25%
No Landing / Inflação FED Tightens	10%	3.600,00	7,00%	5,50%	120,00	100,00	120.000,00	6,00	11,25%
Valor Esperado	**100%**	**4.320,00**	**3,40%**	**3,48%**	**102,00**	**104,50**	**124.950,00**	**5,10**	**9,00%**

Com isso em mente, algumas conclusões emergem:

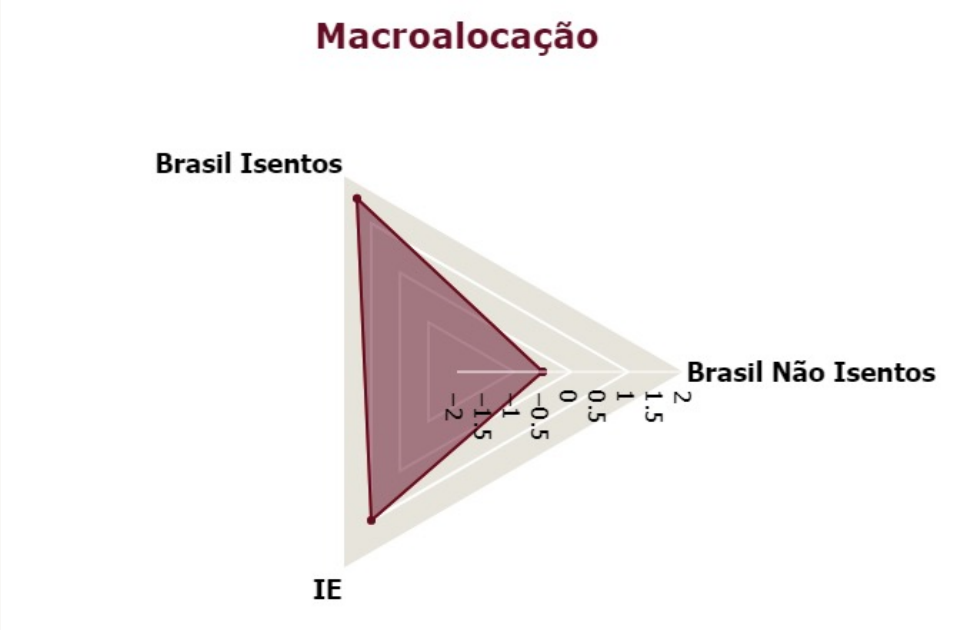
- **A renda fixa se sobressai na maior parte dos cenários.** Gostamos de *duration* nas carteiras e sempre no espectro de melhor qualidade de crédito, seja títulos soberanos americanos, seja quase-soberanos (*mortgage backed securities*), seja títulos corporativos com grau de investimento.
- A bolsa americana nos parece particularmente cara e com pouco valor esperado, porém com retorno decente no cenário base do mercado. **Ao somarmos isso com o baixo nível de volatilidade implícita nas opções, nos parece fazer sentido manter ainda alguma exposição em ações, porém gastando dinheiro nos seguros, que estão baratos neste momento.**
- Em termos de dólar, vemos um valor esperado perto da estabilidade, porém com uma dispersão grande de retornos. **Aqui é uma classe em que o valor relativo entre os diversos pares, a ser bem explorado pelos gestores, deve ser um gerador de retorno mais provável do que o beta direcional no dólar como um todo.**
- Olhando para as *commodities*, também vemos um valor esperado neutro, com grande variância entre cenários. Porém é uma classe que pode funcionar como *hedge* (petróleo) em caso de maiores rupturas geopolíticas.
- **Os ativos locais parecem razoavelmente bem precificados,** em especial com a continuidade do tradicional e sazonal *rally* de final de ano. Neste momento o mercado tem uma taxa terminal do ciclo em 9,50%, não muito longe do que consideramos o correto (para esse nível de juros americanos) em cerca de 9,00%. A bolsa e o real estão relativamente perto de seus valores esperados. **Aqui cabe lembrar que esperamos para 2024 um CDI médio de 10% e uma inflação de 4%. Ou seja, sem grandes riscos o investidor irá coletar um saudável juro real de 6%.** E ainda temos uma suculenta jabuticaba brasileira que são os produtos isentos de IR.

O resumo da ópera é que defendemos um portfólio bem equilibrado entre as classes de ativos, com maior predominância da renda fixa americana, uma carteira de bolsa internacional no banco de trás do portfólio e fazendo o uso proteções. Na carteira doméstica, ainda teremos um juro real apetitoso, o que nos mantém focados na renda fixa, nos produtos de crédito diferenciados e sem descuidar dos produtos de crédito isentos.

No entanto, vale lembrar que ainda temos um risco considerável de um cenário mais pessimista se materializar (45% no "*hard landing*" e 10% no "*no landing*") e que eventos como esse, costumam acontecer sem aviso prévio, então é conveniente manter uma visão mais cautelosa, com uma carteira bem diversificada e estratégias mais dinâmicas de posicionamento e proteção.

O Brasil, a despeito da deterioração fiscal e da pior condução macro e micro da economia, **deverá se manter com seus ativos de risco mais ligados ao cenário externo** e com pouca influência peculiar dos nossos assuntos internos, ao menos na primeira metade do ano.

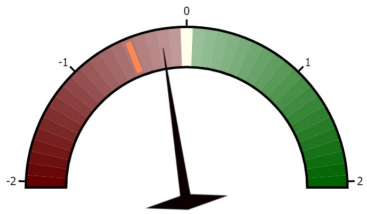
Termômetro de Alocação

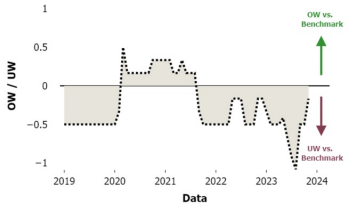


O radar "Macroalocação" da TAG é o primeiro passo da equipe de Gestão no desenvolvimento das Carteiras Modelo TAG. Esse painel busca refletir a nossa convicção em 3 "áreas" de investimento: ativos brasileiros isentos da tributação de Imposto de Renda (ex. debêntures incentivadas, CRAs, CRIs, LCIs, e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

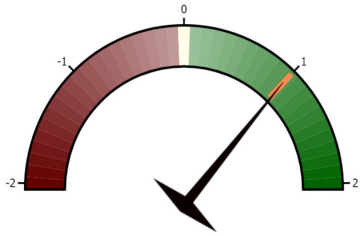
ALOCAÇÃO ESTRATÉGICA | *INCLINAÇÃO* | *HITÓRICO DE ALOCAÇÃO DE RISCO*

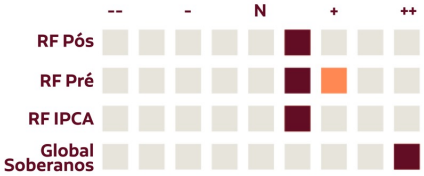
AÇÕES

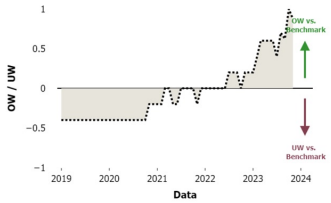




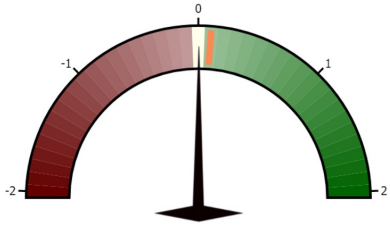
RENDA FIXA

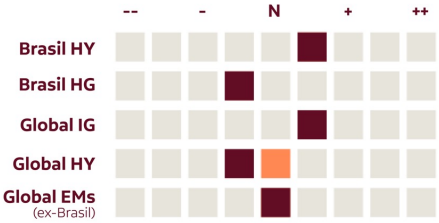


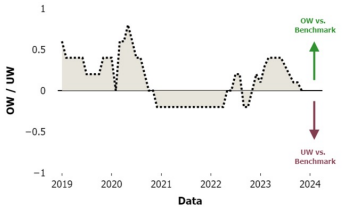




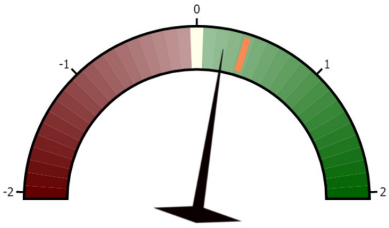
CRÉDITO

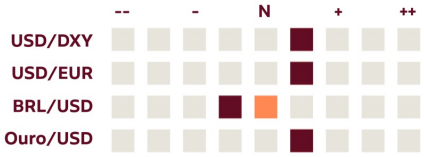


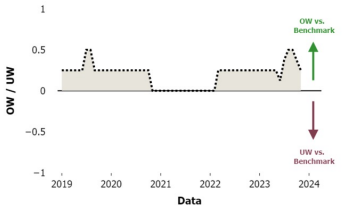




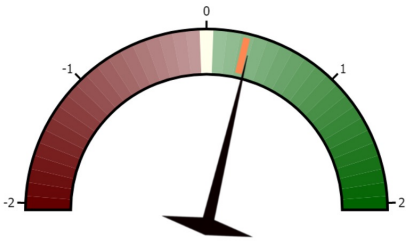
FX

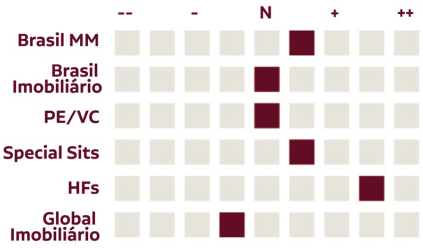


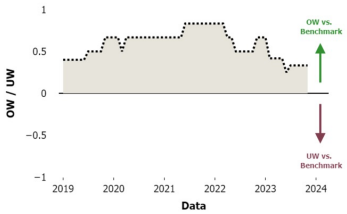




ALTERNATIVOS







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