

Carta Mensal

JUNHO 2023

*“Simplicity is the keynote of
all true elegance.”*

Coco Chanel

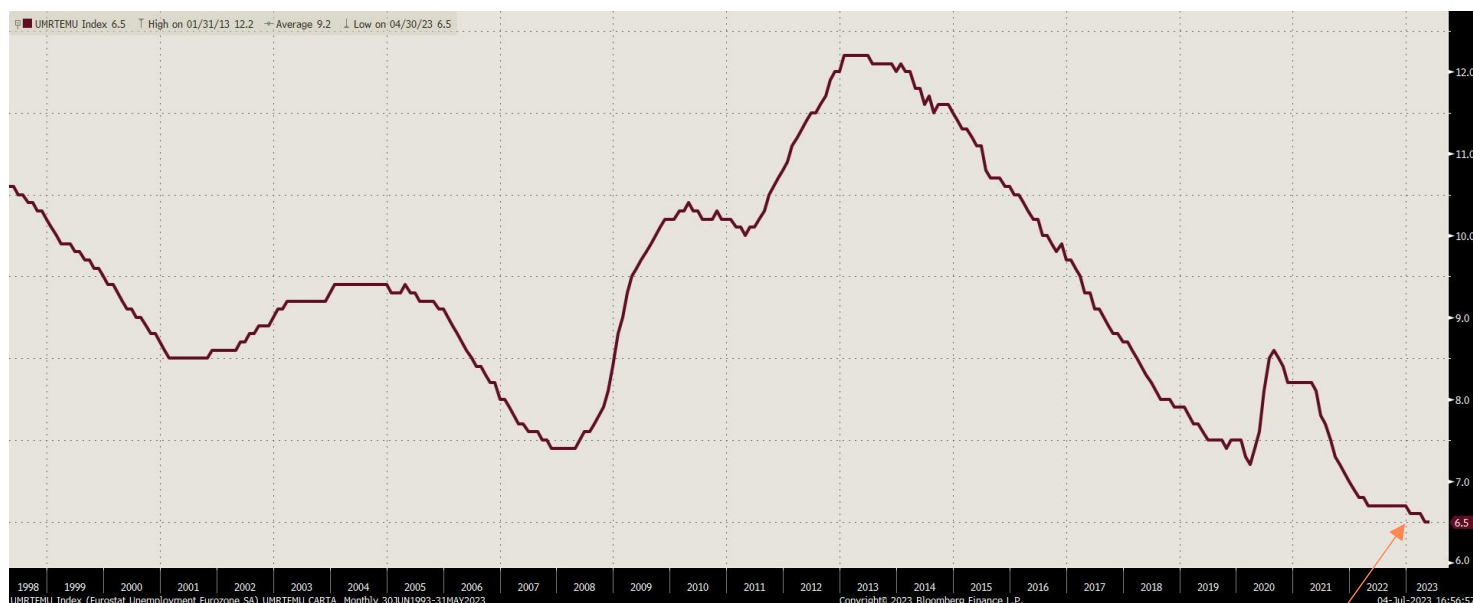
Foco na simplicidade

Em um mundo tão complexo, tão caótico, com tanto ruído e com tanta gente com ideias mirabolantes sobre diversos assuntos, é fácil nos perdemos na complexidade e não separarmos o sinal da cacofonia dos ruídos.

Vamos aqui focar na simplicidade e tentar fazer o nosso arroz com feijão bem-feito.

Começando pelo cenário global, o mundo desenvolvido ainda lida com inflações de serviços em patamares elevados e tivemos, nas duas últimas semanas, uma rodada de elevações de juros com discursos mais duros, elevando as projeções das taxas terminais do FED (*Federal Reserve*), ECB (*European Central Bank*), BoE (*Bank of England*) e Norges (*Banco Central da Noruega*). Esta foi apenas mais uma rodada de frustrações de um mercado que vem tentando adivinhar (e torcendo) o final do ciclo de alta de juros no exterior.

As economias desenvolvidas apresentam sim sinais de desaceleração, porém ainda mostrando muita resiliência, em especial no mercado de trabalho. A taxa de desemprego na Europa está no seu patamar mínimo desde a década de 90. Isso é o motivo pelo qual a inflação de mão de obra e de serviços continua quente.



Fonte: Bloomberg

Você está aqui, na mínima!

Porém, setores da economia global já começam a dar mostras que caminhamos para um período recessivo. Um indicador que olhamos, é o setor químico, insumo para quase tudo o que produzimos e usamos. Notem no gráfico que estamos quase nos patamares de 2009. Isso indica uma demanda anêmica já contratada. Outros indicadores mais amplos de atividade industrial e crédito apontam na mesma direção, apenas os indicadores de serviço têm se mostrado mais resistentes.



Os Bancos Centrais desenvolvidos estão na toada de ir fazendo o ajuste aos poucos, testando, parando, continuando. **Nossa visão é de que irão apertando a política monetária até que tenhamos um ajuste recessivo e desinflacionário. A história mostra que esses ajustes têm chance razoável de produzirem acidentes (como os bancos americanos quebrando), o que traz reflexividade e convexidade ao ciclo.** Falando português claro, o “pouso suave” que o FED e outros bancos centrais desejam e têm em suas projeções historicamente são exceções e não a regra.

Ao mesmo tempo, quando olhamos os ativos de risco dos mercados desenvolvidos, vemos prêmios anêmicos (ações) ou apenas na média (crédito, tanto *investment grade* quanto *high yield*). O único mercado que parece atento a um cenário de retração é o de commodities, com o índice amplo da Bloomberg tendo caído 10% em 2023. O mercado de títulos soberanos oscilou entre a recessão e o crescimento contínuo e, neste momento, indicam que o aperto monetário irá continuar.

Colocando tudo isso em alocações para ativos externos, continuamos negativos com bolsas desenvolvidas (em especial com Europa e China, mais adiantadas no ciclo de retração), neutros com crédito e gostamos de investimentos alternativos (*hedge funds*) pois fogem da direcionalidade do mercado e, **em especial, cremos que faz sentido ter posições aplicadas em títulos soberanos dos países desenvolvidos, pois o ciclo de alta de juros já nos parece estar no seu quinto final e, em caso de recessão mais severa ou algum acidente nos mercados, temos gordura nas taxas para nos proteger.**

E o Brasil nisso tudo? O país conseguiu aproveitar bem a onda de simpatia com América Latina e Leste Europeu neste primeiro semestre. Quando consideramos que Rússia não é mais opção, China para muitos também não, Turquia e Argentina são problemáticos e África do Sul é um mercado relativamente pequeno e sem uma história bonita para contar, sobram poucas moças bonitas no baile dos países emergentes. Sendo que México, recebendo muita realocação de capacidade produtiva da Ásia, foi o grande destaque com bolsa e moeda como campeãs de rentabilidade entre os emergentes.

O pragmatismo do Ministro Haddad, emplacando um arcabouço que não é bom, mas afastou riscos de descontrole de curto prazo e que também manteve as metas de inflação, nos tirou de um certo temor de ‘argentinização’ e nos trouxe novamente para o nosso papel de aluno nota 5, que passa de ano, mas sem muito brilho. No mundo emergente com poucas opções, foi o suficiente. E, olhando para o segundo semestre, como o Brasil fica?

O Brasil é um país de elevada ciclicidade, produtor de grãos, óleo e minério, com volatilidade eleitoral e um quadro estrutural de fiscal ruim e crescimento relativamente baixo (cabe aqui notar a piora de nossa demografia). Com isso, fica muito dependente dos fluxos e humores externos. **Basicamente, a sorte dos mercados locais no segundo semestre estará muito atrelada ao quadro externo, de propensão ou aversão ao risco.**

O nosso Banco Central sinaliza que iniciará um corte de juros já em agosto, porém indica uma taxa de juros real neutra mais alta, o que remete a uma taxa terminal deste ciclo maior do que a do ciclo passado. Não esperem taxas de juros ao redor de 6%, como na transição de Temer para Bolsonaro. **Podemos esperar uma taxa terminal mais perto de 8% ou talvez até 9% como terminal neste ciclo.** Afinal a economia tem mostrado resiliência, com desemprego baixo e atividade acima do esperado. Não tem por que o BC (Banco Central do Brasil) entrar em terreno estimulativo, neste momento.

Com isso, vemos os ativos pré-fixados já caros diante do que cremos que será o ciclo de corte e estamos neutros em títulos públicos ligados a inflação. Idem para ações locais, que não nos parecem tão baratas quanto as métricas de relação preço lucro indicam, afinal a média desta relação é artificialmente inflada por fatores exógenos como pandemia e a destruição de valor do governo Dilma na economia em 2015. Isso é bem diferente de mercados onde os investidores pagam múltiplos elevados por crescimento constante de lucros. **Ao tirarmos esses pontos fora da curva, a bolsa não parece assim tão barata no agregado. Também não está cara. Estamos com visão mais neutra em ações, mais focados em gestores que gerem alfa com boa seleção de papéis.** Em termos de BRL, achamos que neste preço posições na moeda local também não são mais atrativas.

Em resumo, é um mundo em um fim de ciclo pouco usual e com assimetrias negativas para os ativos de risco. **A boa notícia, é que com o atual patamar de juros (externo e interno) faz sentido ser paciente e defensivo, com alocação em caixa acima do normal, para poder aproveitar futuras oportunidades.**

Bovespa P/E 12M fwd.

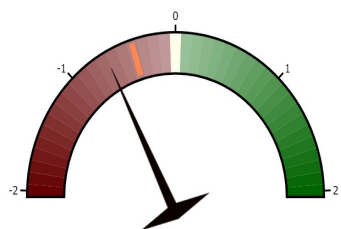


Fonte: Economática, BTG Pactual estimates

Termômetro de alocação

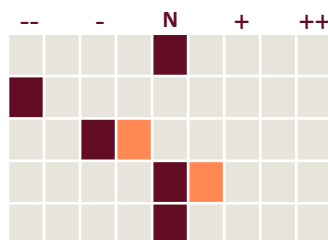
Por classe de ativos

Alocação Estratégica em Ações

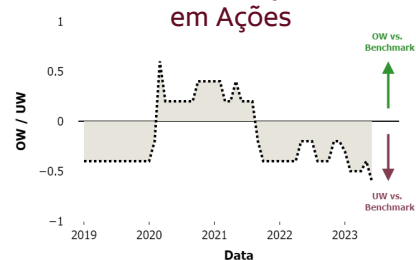


Brasil
EUA
EUR
China
EMs

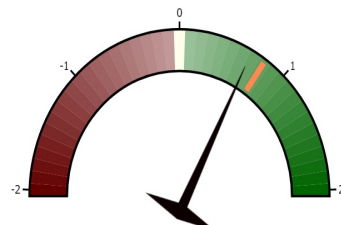
Inclinação em Ações



Histórico de Alocação de Risco em Ações

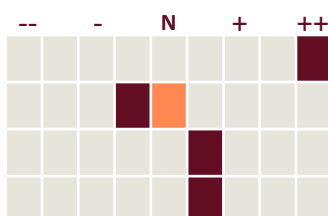


Alocação Estratégica em Juros

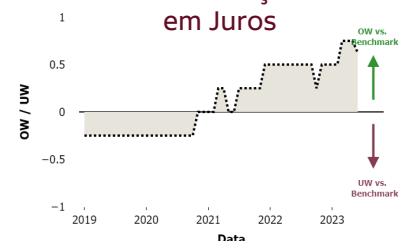


RF Pós
RF Pré
RF IPCA
RF Global

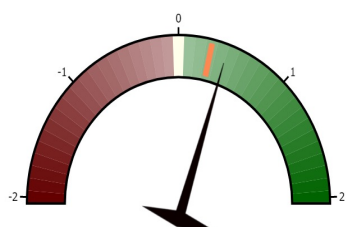
Inclinação em Juros



Histórico de Alocação de Risco em Juros

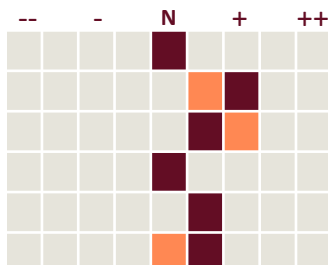


Alocação Estratégica em Crédito

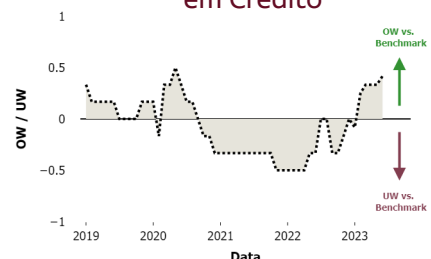


Brasil HY
Brasil HG
Global IG
Global HY
EMs
Glob. Soberano

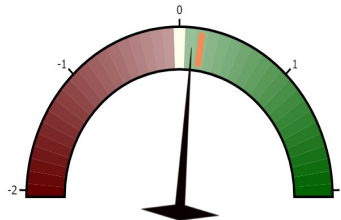
Inclinação em Crédito



Histórico de Alocação de Risco em Crédito

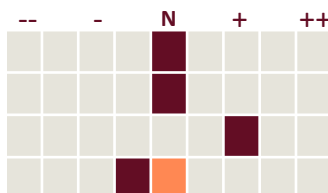


Alocação Estratégica em FX

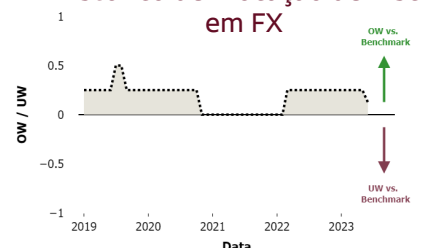


USD
EUR
Ouro
BRL

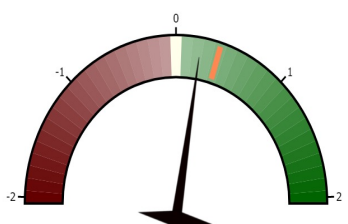
Inclinação em FX



Histórico de Alocação de Risco em FX

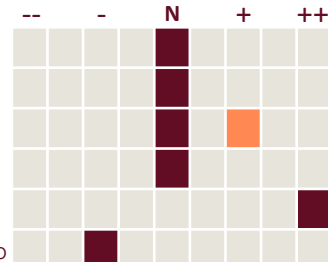


Alocação Estratégica em Alternativos

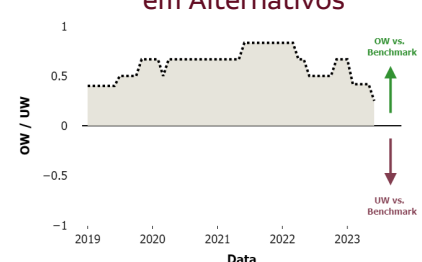


Brasil MM
BR Imobiliário
PE/VC
Commodities
HF's
Glob. Imobiliário

Inclinação em Alternativos



Histórico de Alocação de Risco em Alternativos





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.