

CARTA MENSAL – SETEMBRO/21

INTERNACIONAL

Setembro foi marcado por quedas expressivas nos mercados globais, provocadas em sua maior parte pelas expectativas de inflação mais alta, a nível global, à frente. **A alta de preços vem se provando menos transitória do que antecipado, o que pode adiantar o calendário da retirada dos estímulos monetários e, finalmente, o início de uma alta de juros.** A alta das taxas longas provocou uma correção dos ativos de risco, mais concentrada em ativos de *duration* longa, como aqueles de tecnologia.

Isto posto, o mundo desenvolvido segue apresentando um crescimento robusto, ainda colhendo os benefícios do ambiente monetário e fiscal amplamente expansionista. O ritmo, conforme as expectativas, vem se moderando com o passar dos meses. Observamos uma fraqueza adicional na China, que precisa lidar com uma alavancagem excessiva concentrada no setor imobiliário. Acreditamos que isso deva provocar uma desaceleração da atividade ao longo dos próximos anos.

No mês, mantivemos nossas posições tomadas em juros alemães e americanos longos. Também mantivemos nossa posição comprada em Real, e montamos posições vendidas em Euro e Yuan.

LOCAL

No mês, nossas perdas se concentraram nas posições em ações brasileiras. O índice Bovespa completou três meses seguidos de queda, sendo a maior delas em setembro; e já acumula uma correção bastante significativa de 15% em relação às máximas marcadas no início de junho.

Entendemos os riscos que estão colocados no horizonte: as eleições do ano que vem, o comportamento da curva de juros, a crise hidrológica e o cenário externo.

Em relação ao primeiro deles, nos parece que dentre as possibilidades colocadas, os riscos são bastante conhecidos. Em um cenário de reeleição, provavelmente teremos em 2023 uma janela adequada para reformas, especialmente com um incumbente incapaz de se candidatar novamente. Caso seu oponente mais forte nas pesquisas venha a ser eleito, nos parece que fará um governo



moderado – o Congresso deve seguir conservador. Na eventualidade do surgimento de uma terceira via, poderemos até ter *upside risk*.

A perspectiva de escalada dos juros também parece estar próxima do fim, no apreçamento da curva futura. Cerca de metade do aumento se deu através da inflação implícita, enquanto a outra metade veio pelo juro real. **Concordamos que isso deverá afetar a atividade (e os lucros) do ano que vem, e também achamos justo penalizar a taxa de desconto implícita nos ativos.** Alguns setores, em particular, sofreram quedas bastante expressivas.

Os riscos de que a crise hidrológica provoque apagões ou racionamento parecem ter diminuído na margem (ainda que os efeitos sobre a inflação devam persistir por mais tempo), e o cenário externo não nos parece tão negativo, conforme abordamos no início desta carta.

Por todas essas razões, acreditamos que o mercado tenha punido alguns ativos de forma bastante exagerada. Temos opiniões similares quanto às nossas posições em juros.

Ao longo do mês, mantivemos nossa carteira de ações e nossas posições aplicadas em juros reais.

Atribuição de Performance Titanium de 01-set-21 a 30-set-21

Book	Perf.
CDI	0,44%
JUROS OFFSHORE	0,52%
AÇÕES OFFSHORE	-0,51%
JUROS BRASIL	-0,70%
MOEDAS	-1,55%
AÇÕES BRASIL	-3,79%
CUSTOS E OUTROS	-0,28%
TOTAL	-5,86%

