

SUMÁRIO

MUNDO

Alguns riscos no cenário começam a aparecer.

MERCADO

Recuperação seguiu ocorrendo nos mercados internacionais.

BRASIL

Questão fiscal volta ao centro das preocupações.

A Guerra Continua

" Concentre-se nos pontos fortes, reconheça as fraquezas, agarre as oportunidades e proteja-se contra as ameaças."
(Sun Tzu)

O ano de 2020 está sendo marcado por um dos mais desafiadores cenários econômicos já vividos pela sociedade e, conseqüentemente, para os gestores de recursos e gestores de patrimônio.

Até o momento, gostamos de dividir este ano em três estágios, no que temos chamado de "Mini Ciclos Econômicos" ou simplesmente MCE.

Na primeira fase do MCE, tivemos uma parada brusca da economia global. Esse ciclo começou no final de fevereiro e perdurou até meados de abril. Muitos países adotaram "lockdowns" ou "quarentenas" bastante rigorosas, o que levou a uma interrupção quase que completa da economia mundial.



Observamos uma forte desaceleração do crescimento e uma rápida e acentuada queda dos mercados financeiros globais. Em março, inclusive, vivenciamos a queda mais rápida e acentuada das bolsas na história do mundo. Nunca na história as bolsas caíram tanto em tão pouco tempo!

Ao longo de março e abril, contudo, os bancos centrais adotaram medidas de injeção de liquidez sem precedentes, o que ajudou a estabilizar os ativos de risco, mas que não eram suficientes para reverter a crise, dadas as características da pandemia.

Ao contrário da crise de 2008, em que o sistema financeiro tinha sido a raiz do problema, e a atuação dos Bancos Centrais era suficiente para lidar com a crise, esta crise teve origem na economia real e, assim, eram necessárias medidas que atuassem nesta direção.

O que vimos, então, foi uma ação não coordenada, mas na mesma direção, de diversos governos ao redor do mundo, aprovando e implementando pacotes fiscais da ordem de 2% a 10% do PIB de cada país. As medidas visavam criar uma rede de proteção social e suporte à economia real para ajudar a sociedade a atravessar a crise de uma maneira um pouco menos traumática.

Estas medidas fiscais e de liquidez foram seguidas de uma reabertura gradual das economias, uma vez passado o auge do ciclo de contágio da pandemia.

Com este pano de fundo, a primeira fase do MCE deu lugar a segunda, marcada por uma recuperação em formato de "V" de várias regiões do mundo e setores da economia. Essa mesma dinâmica foi vista nos mercados financeiros globais.

Com uma rede de proteção social, um mercado enxurrado de liquidez e as perspectivas de reabertura econômica, os mercados seguiram em uma toada bastante positiva, de meados de abril até fins de julho e começo de agosto.

Passadas essas duas fases do ciclo, acreditamos que estamos, desde o início de agosto, iniciando uma terceira fase deste MCE, que deverá ser marcada por uma

recuperação mais errática e mais heterogênea entre regiões do mundo e setores da economia.

Somos bastante otimistas de que uma vacina e/ou um protocolo de tratamento para o Covid serão encontrados, mais cedo ou mais tarde. Contudo, como gestores, não podemos ignorar os riscos em torno do cenário base e nem o que já foi precificado no mercado nos últimos meses.

Falar aqui que precisamos ter portfólios balanceados e uma seleção de fundos e gestores que tenha governança, transparência e diligência é cair no senso comum. Quem investe há muito tempo, ou trabalha com investimentos, sabe que essa é a lição número um de qualquer livro de finanças.

O grande desafio está na execução desta estratégia. É aqui onde conseguimos diferenciar um trabalho bem feito, diligente, profundo e eficiente.

O cenário que vislumbramos para os próximos meses será um cenário de enormes desafios, mas onde grandes oportunidades também irão emergir. Neste ambiente, e em um Brasil de juros baixos, nunca foi tão importante uma análise holística do cenário econômico, uma acertada seleção de ativos e uma diligente seleção de fundos e gestores.

Temas de Investimento

Proteções: Assim como no começo do ano, não vemos um trigger específico para uma eventual mudança de tendência do mercado. Gostamos de “comprar seguros” (ou proteções), quando eles parecem “baratos”. Isso só é possível em ambientes de otimismo (ou recuperação), como o de agora. “Comprar seguros” (proteções) após um sinistro, como em março, não costuma ser uma estratégia vencedora.

Acreditamos que o cenário base seja de uma recuperação gradual do mundo, com a manutenção de uma liquidez global abundante, sustentada pelos bancos centrais e pelos pacotes fiscais.

Vemos alguns riscos no cenário, que merecem atenção especial, tais como: segunda onda de contágio pelo Covid-19; piora na relação entre EUA e China; eleições nos EUA; efeitos secundários da crise; valuations “esticados”; piora na posição técnica; menor poder de reação dos bancos centrais; alto endividamento dos governos e das empresas; entre outros.

BRASIL	(-2)	(-1)	NEUTRO	(+1)	(+2)
CRÉDITO HIGH YIELD				●	
CRÉDITO HIGH GRADE				●	
RENDA FIXA PÓS		●			
RENDA FIXA PRÉ			●		
RENDA FIXA IPCA			●		
MULTIMERCADO		●			
AÇÕES				●	
MERCADO IMOBILIÁRIO				●	
PRIVATE EQUITY				●	
GLOBAL	(-2)	(-1)	NEUTRO	(+1)	(+2)
AÇÕES EUA			●		
AÇÕES EUROPA			●		
AÇÕES JAPÃO			●		
AÇÕES EMERGENTES			●		
CRÉDITO INVESTMENT GRADE			●		
CRÉDITO HIGH YIELD			●		
CRÉDITO EMERGENTES			●		
TÍTULOS SOBERANOS		●			
RENDA FIXA (LIVRE)			●		
COMMODITIES				●	
HEDGE FUNDS					●
REAL ESTATE			●		
MOEDAS	(-2)	(-1)	NEUTRO	(+1)	(+2)
USD (Dólar x Cesta)			●		
EUR (Euro x Dólar)			●		
JPY (Iene x Dólar)				●	
BRL (Real x Dólar)			●		

Não queremos precisar destas proteções, mas elas podem ser fundamentais, como foram no começo do ano, para proteger os portfólios em momentos de eventuais stress de mercado.

Mantemos nossa alocação acima da média nas bolsas locais, porém estamos aos poucos adicionando proteções. Já havíamos alterado parte relevante da parcela indexada de ações para fundos mais “ativos” e de “valor”, que deveriam conseguir navegar um ambiente mais hostil de maneira mais suave.

Liquidez: Estamos mantendo uma liquidez mais elevada, através de fundos de título públicos federais atrelados ao CDI/Selic. A ideia aqui é ter espaço para aumentos táticos em ativos de risco caso o mercado apresente oportunidades futuras.

Nos portfólios fora do Brasil, também estamos mantendo uma recomendação de liquidez mais elevada. Dada a baixa taxa de juros nos EUA, isso pode ser feito através de “caixa” ou “cash”, com dinheiro em conta corrente. Nos EUA (ou na Europa) não há custo de oportunidade em manter dinheiro em conta corrente dado os juros próximos a zero.

Crédito High Grade: Vimos uma estabilização e pequeno fechamento de spreads e taxas nos últimos meses, mas ainda vemos um carregamento interessante nesta classe.

Estamos mantendo uma pequena alocação na classe, sem promover grandes alterações. Trocamos fundos abertos por fundos exclusivos ou de longo-prazo, visando equalizar ativos e passivos de modo que os clientes não fiquem expostos a movimentos forçados de venda de papéis.

Nos portfólios internacionais, as taxas e os spreads desses ativos atingiram novos pisos históricos, com a ajuda do excesso de liquidez global. Já não achamos o risco versus retorno dessa classe de ativo atrativo, neste momento.

Crédito High Yield: Acreditamos que os prêmios atuais justificam uma alocação bastante diversificada nesta classe, em gestores ativos, com histórico longo no Brasil e que trabalham com estruturas muito amarradas de garantias para as operações.

Fora do Brasil, após alocações relevantes nessa classe nos meses de março e abril, vimos um relevante fechamento de taxas e spreads, ou alta de preços, nesses ativos. Isso nos faz adotar postura mais defensiva no momento, dada a assimetria mais negativa de alocação. Achamos que o momento seja oportuno para algum ajuste de posição (redução) das alocações que foram feitas em março e abril.

Multimercados: Na nossa visão, um Brasil de CDI muito baixo tornará a vida dos gestores que cobram 2% de taxa de administração e concentram suas operações em ativos do Brasil muito difícil. Além disso, esses gestores, historicamente e na média, apresentam um “beta” grande com os ativos locais. Isso não traz diversificação de portfólio, mas sim concentração.

Seguimos buscando gestores dessa classe que mostrem capacidade de decorrelação com a indústria e com o “beta” do mercado. Além disso, vemos com bons olhos gestores que têm experiência ou, estão investindo em equipe de análise e gestão visando posições mais diversificadas entre classes de ativos e regiões do mundo.

Na parcela internacional, estamos buscando elevar a recomendação de alocação nesta classe de maneira mais ativa, porém parcimoniosa. Buscamos recomendar fundos que conseguem ser geradores de “alpha” (excesso de retorno), com menor “beta” aos ativos de risco. Vemos uma dispersão grande de desempenho entre as



estratégias e os fundos, o que torna a seleção de gestores extremamente importante.

Temos buscado recomendar fundos multi-ativos/multi-gestores, fundos long-short, fundos long-biased, fundos quantitativos entre outros.

Acreditamos que o “novo cenário” irá favorecer uma gestão ativa, de valor e os gestores que conseguem ter uma leitura acertada do cenário. Este tipo de gestão foi dificultado no “bull market” de 2009 a 2019 devido ao excesso de liquidez e a distorção de preços que isso acarretou.

Renda Variável/Ações: Promovemos alguns ajustes de posição nas últimas semanas, reduzindo alocações que foram feitas em março e abril. Assim como no começo do ano, não vemos um trigger específico para uma eventual mudança de tendência do mercado. O ajuste foi feito de modo a manter nossas alocações no nível de (+1) no nosso termômetro para essa classe.

Fora do Brasil, elevamos a recomendação de alocação nesta classe ao longo do mês de março. Desde então, vimos uma recuperação rápida e acentuada de alguns mercados, como nos EUA, porém muito concentrada no setor de Tecnologia e Health Care. Vemos hoje um mercado americano menos atrativo em termos de valuations (quando olhamos o índice como um todo), mas enxergamos enormes oportunidades entre setores, entre regiões e na seleção das melhores ações.

Assim, estamos com viés de elevar as recomendações de alocação nessa classe em eventuais quedas do mercado, priorizando fundos “ativos” e de “valor”, com histórico comprovado e longo de performance em todos os ambientes de mercado.

Investimentos no Exterior: Estamos adicionando uma parcela em fundos de investimento no exterior, que ajudam a diversificar o “risco Brasil” e trazer um bom balanceamento de portfólio em um momento onde os prêmios de risco estão mais atrativos, especialmente em crédito privado e em ações, ao redor do mundo.

Criamos um produto local que aloca nos principais Hedge Funds ao redor do mundo, buscando retornos consistentes ao longo do tempo, com uma volatilidade moderada, e baixa correlação com a direção das bolsas globais. Este fundo já está investido na grande maioria dos nossos fundos exclusivos desde mês passado.

Fundos de Investimentos Imobiliários (FII): No mês de abril iniciamos a alocação em um fundo de fundos de FII com um parceiro estratégico focado no setor imobiliário. Acreditamos que, a despeito da pandemia, este é um mercado em evolução no Brasil onde diversas oportunidades irão existir nos próximos meses e anos.

Nestes casos, preferimos focar as alocações em fundos de fundos, com gestão ativa e dinâmica, onde uma gestão profissional e focada trará enormes vantagens de alocação ao longo do tempo.