

Sumário

MUNDO

De olho na China, no FED e na variante Delta.

MERCADO

Mercados desenvolvidos performaram bem, e o Brasil foi na contramão.

BRASIL

Política segue trazendo instabilidade.

Riscos no Horizonte

“Nossas dúvidas são traidoras e nos fazem perder o que, com frequência, poderíamos ganhar, por simples medo de arriscar.”

William Shakespeare

Nos últimos meses utilizamos este espaço para tratar de alguns temas específicos, como China, retomada econômica e inflação. Nas últimas semanas algumas novas variáveis entraram no radar do mercado e outras velhas questões voltaram à pauta de discussão. Assim, o momento é ideal para tentar fazer um apanhado geral da situação, no Brasil e no mundo.

No Brasil, o crescimento continua surpreendendo positivamente, à medida que a vacinação avança e o país retoma a uma certa normalidade. Neste momento, já se fala em um crescimento do PIB em torno de 5,5% este ano.

Se o crescimento surpreende positivamente, a inflação é um grande problema e um risco ao cenário. A alta de preços não está apenas acima do que se esperava há alguns meses, como ela tem se mostrado mais persistente e espalhada do que o imaginado. As expectativas já são de um IPCA acima de 8% este ano, muito acima da meta do banco central.

A inflação mais elevada levou o Banco Central a acelerar o seu processo de alta de juros, com uma elevação de 100bps na Taxa Selic, que atingiu o patamar de 5,25% ao ano. Além da alta de maior magnitude, o Banco Central sinalizou para mais uma alta de 1 ponto percentual na próxima reunião



do Copom, que deverá levar os juros para patamares restritivos. Deveremos ver a Selic nas cercanias de 7,5%-8,0% novamente, entre o final de deste ano e o começo de 2022.

No campo político, muitas movimentações, muitos ruídos, mas poucos eventos concretos. A proposta da Reforma Tributária foi apresentada pelo Governo. O Congresso, com o Governo e a sociedade, passou por um natural (e esperado) processo de diálogo para ajustes no texto. Apesar de diversas mudanças, ainda há pontos a serem pacificados antes de sua aprovação, aprovação essa que já passa a ser colocada em dúvida para acontecer no corrente ano.

Além disso, as últimas semanas foram marcadas por um aumento grande e perigoso da temperatura política entre o Poder Executivo e o Poder Judiciário. Não podemos minimizar estes riscos, mas, por enquanto, ainda vemos estes eventos como ruídos. O Brasil nos parece apresentar instituições fortes e não há disposição de outros poderes (ou agentes) para embarcar em aventuras antidemocráticas.

Entretanto, este tipo de situação deteriora o ambiente para negócios, afugenta o investidor estrangeiro e dificulta o avanço dos investimentos, principalmente, no curto-prazo. Não é um cenário que deveríamos buscar para avançarmos como país.

Não é a primeira, e nem a última vez, que veremos um embate entre poderes no Brasil, que causam espasmos de volatilidade no mercado. Devemos conviver com volatilidade no curto-prazo, mas ainda estamos tratando estes eventos recentes como ruídos pontuais.

Por sua vez, no Mundo, vemos uma enorme dispersão em relação a evolução da pandemia. O avanço do processo de vacinação é desigual, com alguns países ainda convivendo com “segundas ondas” do vírus e outros já apresentando problemas com uma “terceira onda” e a necessidade de combater a Variante Delta com medidas mais restritivas.

Com as informações que temos hoje, a Variante Delta parece ser muito mais transmissível, porém não mais agressiva ou letal do que as anteriores. Não parece existir “evasão imune” das vacinas, ou seja, as vacinas são efetivas e eficientes em evitar casos graves, hospitalizações e óbitos.

O caso do Reino Unido, neste sentido, é emblemático. Foi umas das primeiras regiões do mundo a vacinar sua população. Foi frontalmente afetado pela Variante Delta. Precisou lidar com um aumento exponencial de novos casos no mesmo momento em que fazia uma reabertura econômica, mas, mesmo assim, não houve um aumento expressivo (ou pelo menos na mesma proporção dos ciclos anteriores) de internações e óbitos.

Agora vemos um cenário semelhante nos EUA, porém com a agravante de que por questões ideológicas e culturais, muitos americanos optaram por não se vacinar, o que torna o cenário um pouco mais grave. Neste momento, estamos vendo mais um ciclo de novas infecções no país, que podem vir a causar desacelerações pontuais e localizadas em algumas cidades/estados.

Ao que tudo indica, o vírus não será debelado totalmente no curto-prazo, mas a sociedade tem aprendido a lidar com ele de forma que seus impactos econômicos, sociais e sanitários sejam muito menores do que aqueles verificados nas primeiras “ondas”. Isso passará por um processo de vacinação em massa e medidas de contenção, quando necessárias.

No que tange a atividade, os EUA seguem apresentando dados satisfatórios e saudáveis de crescimento. O mercado de trabalho avança de maneira robusta e a inflação continua a ser um dos grandes riscos para o país e para os mercados.

Neste quesito, os dados de emprego divulgados no mês passado mantêm vivas as expectativas para que o Banco Central Americano inicie um processo de normalização monetária ainda este ano. Processos de redução de liquidez e alta de juros não precisam ser necessariamente negativos, contanto que sejam bem telegrafados e pelo motivo “bom” de aceleração do crescimento.

O grande risco, neste quesito, fica para a eventual necessidade de uma mudança drástica de postura, derivada de uma inflação muita mais alta do que o esperado, diante de um pano de fundo atual em que os preços e *valuations* dos ativos de risco se mostram pouco triviais.

No mês passado, comentamos mais a fundo sobre a China (<https://investidor.estadao.com.br/colunas/dan-kawa/china-risco-ou-oportunidade/>), então faremos apenas um breve comentário. O país está convivendo com (1) uma desaceleração do crescimento, (2) nova onda da pandemia, (3) problemas no mercado de crédito e (4) aumento da regulamentação imposta pelo próprio governo.

Não vemos nenhum desses vetores se dissipando no curto-prazo, mas já observamos uma forte reação dos ativos chineses a este cenário. Assim, ainda esperamos bastante incerteza no cenário econômico e volatilidade para os ativos da China no curto-prazo. Há riscos de contágio para outros ativos e outros países que precisam ser monitorados.

Diante do exposto acima, ainda trabalhamos com um cenário construtivo para o mundo neste segundo semestre do ano. Porém, vemos o aumento de probabilidade de concretização de alguns riscos que podem tornar o cenário mais desafiador e trazer espasmos de volatilidade. Alguns nichos de mercado seguem com *valuations* pouco triviais, especialmente nos ativos internacionais, o que demanda ainda mais cautela na hora de investir. Parafraseado o grande investidor Howard Marks: “Seguiremos investidos, mas com cautela!”.

Temas de Investimento

Diante de um ambiente que julgamos mais desafiador globalmente neste segundo semestre do ano, estamos mantendo uma postura mais cautelosa, focados em alocações “ativas” e de “retorno absoluto”, além de trabalharmos com um grau mais elevado de proteções.

Seguimos incrementando nossa análise, governança, diligência e alocação em ativos, locais e globais, menos líquidos, como Private Equity, Venture Capital, Private Debt, Fundos Imobiliários, entre outros, em que vemos uma melhor relação de risco versus retorno em alguns nichos de mercado.

Vale reforçar que a dispersão de retorno em ativos ilíquidos, no Brasil e no mundo, é muito grande entre os bons gestores e os gestores medianos e ruins. Assim, é fundamental estar alocado nos fundos corretos.

Este mês, fizemos aumentos de forma parcimoniosa em títulos públicos atrelados à inflação (NTN-B) e em fundos de investimento imobiliários. No geral, tínhamos pouca exposição a essas classes e vimos a deterioração recente como o início de uma janela para aumento de alocação neste nicho do mercado.

Entendemos que o cenário atual seja mais desafiador para o Brasil e o curto-prazo pode nos reservar mais incerteza e volatilidade. Todavia, são nos momentos de incerteza que surgem oportunidades de alocação para aqueles com visão de prazo mais longo.

PROTEÇÕES

Ao longo do mês de junho, voltamos a estruturar operações de proteção no mercado derivativo de Ibovespa e de Câmbio, com estruturas com vencimentos para o final do ano e com perdas limitadas.

Vale a pena ressaltar que nossa diretriz, nestas operações, é de evitar “cenários caudais”, porém não quedas moderadas. Neste último caso, acreditamos que a devida seleção de gestores e os portfólios balanceados deveriam evitar perdas excessivas dos portfólios.

Entendemos que o cenário ainda é frágil e delicado, propenso a espasmos de volatilidade e perdas em algumas classes de ativos. Contudo, existe hoje um prêmio de risco já considerável nos ativos locais, o que ainda nos mantém alocados no Brasil.

LIQUIDEZ

Nossa liquidez segue em patamares estáveis. Estamos promovendo algumas importantes readequações das carteiras, mas basicamente utilizando a troca de classes e fundos para efetuar essas trocas. Utilizaremos este espaço nos portfólios para alocações táticas caso oportunidades surjam no mercado.

CRÉDITO HIGH GRADE

Vimos uma estabilização e relevante fechamento de spreads e taxas nos últimos meses.

Mantemos alocação reduzida nesta classe. Por um lado, vemos um carregamento ainda interessante se comparado aos níveis pré pandemia. Por outro lado, acreditamos que o risco versus o retorno já não é atrativo como há poucos meses.

Nos portfólios internacionais, as taxas e os spreads desses ativos atingiram novos pisos históricos, com a ajuda do excesso de liquidez global. Há alguns meses estamos sem alocações relevantes nessa classe de ativo.

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, dado a assimetria mais negativa de alocação. Nos últimos meses recomendamos a zeragem de posição nesta classe.

MULTIMERCADOS

Continuamos a promover uma diversificação entre as subclasses dessa classe. Gostamos de fundos mais diversificados e que visam “alpha” ao invés de “beta” aos mercados de câmbio, juros e bolsa local, tais como: Long-Short, Quantitativos, Coleta de Prêmio de Risco, entre outros.

RENDA VARIÁVEL/AÇÕES

Mantemos uma alocação acima da média nessa classe. Seguimos mais alocados em gestores ativos e de valor. O ano de 2020 mostrou, uma vez mais, comprovando a importância da boa seleção de gestores para o mercado de ações.

A recente queda do Ibovespa, aliada a uma temporada de resultados positiva para a média de empresas listadas na bolsa, levou o *valuation* do Ibovespa para níveis historicamente atrativos em relação a Preço/Lucro (P/L) – um importante indicador de *valuation* de mercado.

Entendemos que devemos enfrentar espasmos de volatilidade e correções, devido ao cenário macroeconômico e ao quadro político frágil, mas acreditamos na boa perspectiva desta classe a longo-prazo.

INVESTIMENTOS NO EXTERIOR

Nossa postura continua a ser de elevar as alocações nessa classe de ativos. O argumento principal se baseia em diversificar para além do “Risco Brasil”, além de ter exposição a outras classes de ativos e regiões do mundo. Este tipo de movimento ajuda a aumentar os ganhos das carteiras no longo-prazo e, muitas vezes, com menos volatilidade.

Neste momento, estamos focados em elevar as alocações em Hedge Funds globais e nichados, que buscam retornos absolutos, com baixo “beta” aos mercados de renda variável e crédito globais, e sem nenhuma correlação com ativos no Brasil.

Ainda trabalhamos com um cenário construtivo globalmente, mas estamos desconfortáveis com o nível de preços e *valuations* de alguns nichos do mercado internacional.

PRIVATE EQUITY/VENTURE CAPITAL

Seguimos construtivos e aumentando os investimentos de longo prazo nessas classes de ativos menos líquidas. Vemos potencial grande de valorização em setores e empresas que tem muito crescimento e ainda pouca ou nenhuma penetração na bolsa de valores local. Ademais, o mercado de fusões e aquisições está bem aquecido, o que tem feito alguns cases maturarem antes do esperado e gerado retornos ainda mais interessantes.

FUNDOS DE INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS (FII)

No mês de abril de 2020 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.

Após a divulgação da proposta de Reforma Tributária recomendamos a elevação da alocação nesta classe.

Essa classe sofreu um golpe duplo este ano, com forte alta da taxa de juros futuros e uma proposta de Reforma Tributária que afeta em muito a classe. Nos atuais níveis de preço e taxas de retorno, gostamos de acumular alocação nessa classe.

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.

