

## SUMÁRIO

### MUNDO

Coronavírus impactou os ativos de risco.

### MERCADO

Risk off!

### BRASIL

Seguimos passageiros do mercado internacional.

## Desafiando a Humanidade

**"A verdadeira medida de um homem não se vê na forma como se comporta em momentos de conforto e conveniência, mas em como se mantém em tempos de controvérsia e desafio."**

**(Martin Luther King)**

O mês de fevereiro foi marcado pela proliferação do Coronavírus para países que não apenas a China, que era o principal foco da doença até então. Irã, Itália e Coreia do Sul, apenas para citar 3 dos casos mais dramáticos, divulgaram um avanço exponencial das contaminações. Por ora, o número de casos ainda é pequeno se comparado aos verificados na China, mas a aceleração exponencial de contaminados assusta.

Este pano de fundo deverá continuar a exercer pressão sobre o crescimento global, elevando a possibilidade de recessão em alguns países e regiões ou, no mínimo, acentuando e prolongando a "crise" corrente. A esperada recuperação do crescimento global já se mostrava frágil e delicada mesmo antes deste evento. Agora, as incertezas se tornam maiores e mais agudas.



As bolsas globais vinham ignorando este risco até a segunda quinzena de fevereiro, a despeito dos sinais de fragilidade em outros ativos, como Ouro, Cobre, Treasury e Petróleo, mas acabaram apresentando rápida e acentuada queda ao final do mês! O mundo passa por um choque de oferta que atinge em cheio o setor de serviços, que vinha sendo o pilar de sustentação da economia global.

Neste estágio do ciclo econômico, na nossa visão, o grande risco reside na alavancagem do setor corporativo nos EUA e na China. As empresas desses países se alavancaram bastante nos últimos anos. Enquanto havia crescimento e os juros estavam baixo, não existia problema. Caso o mundo passe por uma desaceleração mais acentuada e duradoura, a capacidade de pagamento dessas empresas ficará comprometida.

Atualmente, não são os bancos os principais detentores dessas dívidas, mas sim a sociedade, os investidores e os fundos passivos. Um problema neste canal pode vir a gerar um "efeito dominó" sobre a economia mundial e os mercados financeiros globais. Por ora, este é um cenário "alternativo", um "cenário de risco", mas que ganha corpo a medida que o Coronavírus se espalha e seu controle se torna cada dia mais difícil.

Neste momento, o Brasil seguirá passageiro da situação internacional. Agora, as dúvidas ainda são maiores do que as certezas. Por isso, esperamos um curto-prazo de maior volatilidade e incerteza. O risco de uma recessão global aumentou consideravelmente nos últimos dias. À medida que este risco aumentou, houve também uma desconfortável, porém inevitável, reprecificação dos mercados, no Brasil e no mundo. Temos convicção que este desafio será superado pela sociedade no longo-prazo, mas teremos que ter parcimônia dada a visão de que teremos semanas, talvez meses, de incerteza.

## Temas de Investimento

Abaixo, fazemos um breve resumo de nossa visão de portfólio para os investimentos no Brasil.

### Renda Fixa:

Acreditamos que o ciclo de queda da Taxa Selic esteja próximo ao fim. Para nosso horizonte de investimentos e diante da precificação da parte curta e intermediária da curva de juros, seguimos não gostando do risco/retorno. Ainda gostamos da parte longa de juros reais como carregos para aqueles com prazos mais distendidos de investimentos.

### Crédito Privado:

No atual patamar de Taxa Selic estamos optando por aumentar gradativamente nossa exposição a crédito "High Yield" em detrimento a crédito "High Grade". Vemos uma economia em estágio inicial do ciclo econômico, empresas desalavancadas e com balanços saudáveis e oportunidades crescentes nesta classe. A diligência dos gestores e dos ativos será, contudo, fundamental.

**Multimercados:** O mês de fevereiro reforçou nossa visão de diversificar a alocação dos Fundos Multimercados para além dos Fundos Macro, buscando fundos e gestores de nicho e com baixa correlação com o "beta" do mercado.

O mês foi marcado por grande divergência de desempenho, mas, uma vez mais, provou a alta correlação da maior parte dos Fundos Multimercados com o "beta" dos mercados de Bolsa, Juros e Câmbio, com raríssimas exceções.

Este pano de fundo ainda reforça a necessidade de processos e paciência na alocação em gestores que, eventualmente, passem por períodos de desempenho abaixo do esperado, sem que haja mudanças substanciais na análise qualitativa do gestor/fundo. Sendo assim, seguimos com postura de reduzir multimercados macro em detrimento a fundos de nicho e descorrelacionados.

Acreditamos que poucos gestores multimercados macro terão condições reais de gerar retornos consistentes e acima do CDI passado o que acreditamos ser grande parte do ciclo de fechamento de taxa de juros no Brasil neste ciclo de política monetária.

Ainda acreditamos que a classe será importante em qualquer portfólio, mas a seleção dos gestores corretos será ainda mais importante nos próximos anos.

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)			●		

Vemos os gestores migrando parte relevante dos recursos para renda variável, um movimento que concordamos e entendemos. Contudo, este tipo de movimento aumenta a correlação entre os fundos e reduz a diversificação das carteiras.

Como vemos esta classe como um instrumento ou veículo de diversificação, estamos buscando fundos e gestores capazes de trazer este tipo de complemento aos portfólios, especialmente em um momento em que seguimos “acima da média” em nossa alocação de renda variável.

**Renda Variável:** O mês foi de forte queda do mercado de renda variável. Apesar da queda, já vemos um movimento claro de “descolamento” ou “diferenciação” dos Fundos Ativos em relação aos índices de bolsa, mostrando a crescente importância da seleção de gestores nesta fase do ciclo econômico.

Gostaríamos de reforçar uma mensagem que já foi emitida neste fórum nos últimos meses: Entendemos que o ano de 2019 foi atípico positivamente. Nenhum processo de apreciação costuma ser linear. Precisamos estar preparados para alguma incerteza e volatilidade ao longo de 2020.

Nosso grande desafio é, e continuará sendo, diferenciar os ruídos das reais mudanças de tendência.

Mantemos alocação relevante e acima da média em renda variável, focados em fundos “Valor”, “Small e Mid Caps”, além de alguns fundos mais ativos e líquidos, que consigam “navegar” um cenário de melhora dos setores cíclicos locais em detrimento aos cíclicos globais.

**Private Equity:** Estamos elevando a alocação nesta classe, com parcimônia. Acreditamos que teremos grandes oportunidades no Brasil nos próximos anos. O desafio será alocar/investir nos gestores capazes de encontrar essas oportunidades e ajudar essas empresas a “florescerem”.

**Exterior:** Após um período – do último trimestre de 2019 até janeiro deste ano – em que nossa visão mais cautelosa com ativos no exterior vinha se mostrando errada, nosso cenário acabou sendo concretizado de maneira rápida e acentuada.

Estávamos vendo um acúmulo de riscos no cenário, ao mesmo tempo em que os preços e os “valuations” dos ativos se mostravam, na nossa visão, excessivos. Ao longo deste mês, observamos uma forte reprecificação deste cenário, mas em linha com a nossa visão.

Ainda acreditamos que o ano será permeado de incertezas e volatilidade. Sendo assim:

Mantemos postura defensiva nesta classe, buscando gestores ativos e priorizando renda fixa, especialmente aqueles de “Retorno Absoluto”.

Na parcela de Renda Variável, tivemos um ajuste mais relevante e estamos voltando a olhar oportunidades para carteiras com esse perfil, mas ainda com alocação abaixo da média.

Em Crédito High Yield e Emergente, temos a preocupação contrária, em que os preços não tiveram ajuste relevante e, portanto, a assimetria nos parece um pouco pior nesse momento.

**Proteções:** Nossa estratégia de implementar proteções para os portfólios que



permitem este tipo de instrumento se mostrou, uma vez mais, acertada.

Gostamos de reforçar que proteções devem ser vistas como seguros. Por isso, gostamos de implementá-las em momentos em que o risco/retorno é favorável, ou seja, quando o cenário parece positivo – as vezes até perfeito. Nestes momentos, as proteções (os seguros) se mostram “baratos”.

No atual ambiente, estamos trabalhando para reestruturar parte dessas proteções de modo que possamos realizar parte dos lucros e rolar para uma data mais longa as estruturas.