

Sumário

MUNDO

Curto prazo mais desafiador.

MERCADO

Destaque negativo para ações de educação na China e tecnologia nos EUA.

BRASIL

Mercados seguem voláteis e gerando oportunidades.

Os Ventos do Oriente: Riscos ou Oportunidades?

“Como gerente você é pago para estar desconfortável. Se você está confortável, é um sinal seguro de que você está fazendo as coisas erradas.”

Peter Drucker

Nas últimas semanas observamos uma forte queda nas ações de tecnologia e do setor de educação de empresas chinesas, especialmente aquelas com ações listadas nas bolsas dos EUA.

Primeiro, precisamos contextualizar o cenário econômico. No curto-prazo, a China está em um ciclo econômico mais avançado do que as demais regiões do mundo, já que conseguiu endereçar a pandemia de forma mais rápida e mais estrutural do que os países ocidentais.

O país conseguiu mostrar uma recuperação de crescimento já no final de 2020, com o seu mercado de ações sendo um dos grandes destaques positivos no ano passado. Com uma economia mais sólida e a pandemia controlada, a China iniciou este ano um processo de ajuste de política monetária, fiscal e creditícia, para evitar um superaquecimento econômico em setores específicos.



As medidas começaram a surtir efeito e, nos últimos meses, começamos a verificar uma acomodação do crescimento, mas ainda em patamares saudáveis.

Vale destacar que o país lida, ao mesmo tempo, com alguns problemas, por ora pontuais, no mercado de crédito e em setores específicos da economia, o que levou a abertura de taxas e spreads de crédito no país. Isso acarretou um aperto das condições financeiras e, conseqüentemente, um “vento contrário” adicional ao crescimento econômico.

Nas últimas semanas, diante de sinais cada vez mais claros e concretos de desaceleração do crescimento, o governo da China adotou postura mais frouxa, divulgando medidas de alívio monetário, como o corte de 50bps no Compulsório dos bancos, assim como liberando mais crédito para a economia, que ficou evidente nos dados de crédito de junho e julho. A atuação do governo chinês no corte de compulsório foi visto pelo mercado como um sinal, ou um “seguro”, contra desacelerações mais acentuadas do crescimento global.

Vemos o corte de compulsório na China por dois ângulos. (1) No curto-prazo, pode gerar o receio de que a desaceleração corrente do país seja maior do que o mercado estava vislumbrando. (2) No longo-prazo, mostra determinação do Governo em evitar uma desaceleração mais acentuada do crescimento.

Continuamos a esperar um curto-prazo de mais incerteza para o cenário do país, mas ainda acreditamos que haja instrumentos para evitar uma piora mais acentuada da economia. Já existem oportunidades sendo criadas no mercado de ações e crédito privado da China nos atuais níveis.

Em paralelo a estes movimentos, no mercado corporativo, o regulador chinês iniciou um processo mais amplo de análise, regulamentação e intervenção nas grandes plataformas de tecnologia do país, muitas delas com ações em bolsa (local e internacional), outras próximas ao IPO e, muitas delas, com grandes investidores internacionais.

Nos últimos dias, o mercado foi ainda surpreendido com medidas ainda mais drásticas focadas na regulação do setor de educação.

Acreditamos que, neste momento, precisamos separar o curto-prazo do longo-prazo. No curto-prazo entendemos que o cenário se mostra mais turvo, tanto em termos econômicos quanto em termos regulatórios. Esperamos mais volatilidade e, eventualmente, novas rodadas de pressão nesses ativos.

No longo-prazo, contudo, acreditamos que a China e as empresas de tecnologia chinesas continuarão na vanguarda do avanço tecnológico mundial. A questão regulatória deve ser superada e endereçada. Parte dos riscos regulatórios já parecem estar embutidos nos atuais preços de parte desses ativos.

Assim, na nossa visão, estamos em uma janela de oportunidade para elevar as alocações nesta classe de ativos, de maneira gradual e parcimoniosa. Como não sabemos o tamanho do movimento de correção, ele pode ser bem mais acentuado e duradouro, gostamos sempre de fazer estes movimentos de alocação em etapas.

Não queremos minimizar aqui os riscos de curto-prazo e os desafios que teremos pela frente, mas precisamos estar atentos às oportunidades e atuar quando elas parecem estar diante de nós.

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.

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 carrego 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.

