

SUMÁRIO

MUNDO

Coronavírus avança para o Ocidente.

MERCADO

Crash!

BRASIL

Impactos dos Coronavírus seguem incertos.

Home Alone

" There will be an answer, let it be."
(The Beatles)

O mês de março foi marcado pelo avanço do Coronavírus ao redor do mundo. O vírus teve início na China em janeiro e, pelos dados oficiais, foi contido em meados de março. Desde fevereiro começamos a ver um avanço de seu contágio em outros países e regiões.

Com o aumento de casos de infectados, órgãos de saúde começaram a recomendar o distanciamento social como a medida mais efetiva para administrar o tamanho da crise no sistema de saúde. Isso levou vários países a adotar medidas drásticas de contenção, com muitos optando por fechar parte relevante de suas economias.

Este pano de fundo irá levar a um forte choque negativo no crescimento global, trazendo uma recessão na maior parte do mundo. Neste estágio do ciclo, isso tudo já é esperado. O desafio agora é entender qual a duração deste cenário.

Nosso intuito aqui é tentar navegar neste ambiente da maneira mais cautelosa possível, sabendo dos desafios, e atentos às oportunidades.

Na nossa visão, estamos em um estágio intermediário ou avançado da crise nos ativos financeiros, mas em um estágio inicial da crise econômica. Devemos esperar recessão em grande parte do mundo. Os dados dos próximos 3 a 6 meses serão desastrosos, mas isso todos, nesta altura do campeonato, já devem saber.

Em um mundo de juros baixos, a política monetária é limitada, porém relevante. A atuação dos bancos centrais é essencial para estabilizar alguns nichos do mercado que ficam disfuncionais em momentos como o atual.

Com o intuito de dar mais potência a política monetária e evitar um caos econômico e social, apenas um pacote fiscal gigantesco, ao redor do mundo, será suficiente. A política monetária já vem sendo ajustada, mas seu poder de fogo é baixo neste estágio do ciclo econômico.

A agressiva atuação dos EUA com um pacote fiscal de US\$2 trilhões (cerca de 10% do PIB, que inclui auxílio a empresas e famílias), além de atuação de grandes economias como Alemanha, Itália, Austrália e Brasil, todas com pacotes entre 3% e 10% do PIB devem ajudar a suavizar a recessão – porém não evitá-la. Por outro lado, a recessão de 2008 provou a importância do socorro dos governos em momentos de crise.

Do ponto de vista do mercado, precisamos avançar em alguns pontos para vermos uma estabilização dos ativos de risco. Para alguns deles, já vimos avanços significativos nos últimos dias:



- Posição técnica: Já vimos ajustes relevantes por diversas métricas. É natural que algum ajuste adicional seja necessário, mas caminhamos bastante nesta frente.
- Preços/valuations: Nem tudo está uma barganha, mas já vemos ativos extremamente atrativos e que precificam cenários de “stress”.
- Normalização do mercado de funding nos EUA: O Fed tem tomado a dianteira aqui. Se ainda não conseguiu sucesso absoluto, medidas importantes foram tomadas.
- Sustentação ao crescimento: Como falamos acima, o fiscal será essencial. Nos últimos dias, vimos pacotes entre 3% e 10% do PIB em economias relevantes como EUA, Alemanha, Austrália, Brasil e afins.

Os pontos acima serão importantes para estabilizar os mercados, mas não, necessariamente, serão suficientes para inverter o ciclo de baixa. Para isso, será fundamental:

- Algum sucesso no controle do contágio nos países do Ocidente será importante.
- O avanço em um processo de tratamento efetivo da doença seria extremamente positivo.
- A evolução de uma vacina poderia ser a solução estrutural para este desafio.

Em suma, as incertezas permanecem. Teremos ainda muita volatilidade. Contudo, já conseguimos afirmar que uma parte não desprezível do ajuste foi feita e, por isso, os resultados de março nos ativos investidos foi tão negativo. Quedas adicionais são sempre possíveis. As crises costumam demorar meses, e não dias ou semanas. Estamos no olho do furacão.

Contudo, precisamos manter a racionalidade, tentar medir as oportunidades e os riscos ainda existentes. Não existe “bala de prata” para que as crises sejam solucionadas, mas um acúmulo de medidas e vetores são importantes na estruturação de uma saída para a crise. Ao que nos parece, estamos caminhando nesta direção.

Temas de Investimento

O mês de março foi marcado por uma das quedas mais rápidas e acentuadas de alguns nichos do mercado. A mais clara delas é o mercado de renda variável. Nem em crises agudas do passado vivenciamos uma queda tão rápida e acentuada como esta vivida no mês de março. Exemplificando, a queda atual da bolsa americana foi mais rápida e intensa do que a queda da crise de 1929.

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)					

É importante colocar isso em perspectiva para termos a real noção do tamanho do que ocorreu nas últimas semanas.

Renda Fixa Local Soberana Brasil: Após a relevante abertura das taxas locais de juros, já vemos prêmios atrativos na parte intermediária e longa da curva. Preferimos alocações de longo-prazo nas NTN-B's mais longas. Optamos por delegar as alocações de política monetária e juros curtos para gestores mais ativos.

Renda Fixa Local Soberana Externa: Não vemos valor na curva dos países desenvolvidos e não temos apetite para papéis soberanos locais de países emergentes. Essas taxas encontram-se baixas ou negativas, trazendo pouca diversificação ou "yield" aos portfólios.

Crédito Privado Local: Não sabemos qual o tamanho da crise econômica e acreditamos que o mercado de crédito privado no Brasil seja mal precificado e de liquidez ruim. Assim, estamos optando por uma postura mais conservadora neste momento. Na parcela high yield, estamos muito mais seletivos com elevada diversificação; já na parcela high grade, começaram a aparecer oportunidades interessantes de empresas renomadas pagando muita taxa.

Crédito Privado Externo: Após o forte movimento de queda dos papéis de crédito nos EUA, Europa e mercados emergentes, já vemos preços atrativos e uma posição técnica mais saudável. Optamos por gestores ativos, mas, a título de exemplo, já vemos taxas atraentes em papéis corporativos HG e HY no mundo desenvolvido e emergente. A recente atuação do Fed e do Banco Central Europeu devem ajudar a trazer liquidez e racionalidade ao mercado.

Multimercados: Já estávamos com a nossa menor alocação histórica, e bem diversificada entre fundos Macro, Equity Hedge/Long Short e o que chamamos de Descorrelacionados (que engloba Arbitragem, Quantitativo, Eventos, LatAm, entre outras). No entanto, voltamos a ver uma assimetria ruim na classe em momentos de muito stress, com drawdowns bem relevantes e uma posterior redução do risco. O momento agora não é para fazer grandes mudanças, mas, no médio prazo, tendemos a ter ainda menos alocação na classe e muito mais focado em fundos que busquem alpha (ao invés de beta).

Renda Variável Local: Acreditamos que o mercado tenha antecipado um ciclo de desaceleração econômica local e perda de lucros excessivos. Entendemos que o cenário econômico seja negativo e incerto, mas vemos uma série de oportunidades sendo criadas. Reforçamos que teremos volatilidade e as alocações devem ser feitas de forma parcelada e visando o longo-prazo.

Renda Variável Externa: Mantemos nosso foco na bolsa e nas ações de empresas americanas. Acreditamos que o mercado tenha antecipado um ciclo de desaceleração econômica e perda de lucros excessivo. Os preços não estão atraentes no mesmo nível da bolsa local, mas o espaço de atuação fiscal e monetária dos EUA é maior do que no Brasil. Além disso, as empresas americanas, historicamente, mostraram grande capacidade de adaptação em momentos de crise e incerteza.

Câmbio: Vemos a taxa de câmbio em patamar relativamente depreciada. Acreditamos que ainda existe uma pressão altista para o dólar nas próximas semanas (quiçá meses), mas conseguimos enxergar um patamar de equilíbrio pouco abaixo de 5,00, entre 4,50 e 4,80 mais precisamente. Na nossa visão, houve sim uma mudança de patamar, mas talvez excessiva quando olhamos o horizonte de longo-prazo. Preferimos ter recomendação e visão neutra neste mercado.