

SUMÁRIO

MUNDO

Próximas semanas serão importantíssimas.

MERCADO

Seguimos com alta volatilidade.

BRASIL

Além dos riscos externos, pressão interna para endereçar a questão fiscal.

Semanas Decisivas

"Triunfam aqueles que sabem quando lutar e quando esperar."
(Sun Tzu)

O mundo viveu um dos momentos mais conturbados e incertos da história nos últimos meses, com uma pandemia global que há décadas não era enfrentada pela sociedade, em termos de escala, periculosidade e incertezas.

A despeito de alguns sinais mais animadores nos últimos meses, os desafios ainda são enormes e estão longe de serem totalmente endereçados. Somado a isso, estamos entrando em um período de extrema importância para o cenário político, geopolítico e econômico, no Brasil e no mundo.



É diante deste pano de fundo que precisamos entender os eventos das próximas semanas, como eles serão fundamentais para definir o cenário prospectivo e, conseqüentemente, quais devem ser as grandes tendências econômicas e as principais teses de investimentos dos próximos anos.

No cenário internacional, são três os vetores que merecem atenção: As eleições americanas, a necessidade de aprovação de um novo pacote fiscal e, por fim, mas não menos importante, o desenvolvimento da pandemia ao redor do mundo.

No Brasil, além desses vetores externos, o país precisará definir qual será o caminho escolhido para as contas públicas, ou como é comumente chamado, o nosso cenário fiscal. Aliado a isso, o aumento da necessidade de financiamento do país, com as taxas locais de juros em seu piso histórico, ascende um desafio adicional que é o aumento da necessidade de financiamento da dívida pública.

Vamos tentar tratar de cada um desses temas, de maneira superficial, porém abrangente, para que possamos entender o tamanho do que está envolvido em cada um desses temas.

Nos EUA, as eleições para Presidente e para o Congresso podem determinar, de maneira estrutural, quais serão as políticas (econômicas, fiscais e externa) que serão adotadas a partir do ano que vem.

A título de exemplo, quando foi eleito, Trump, com apoio de uma maioria Republicana no Congresso, promoveu grandes cortes de impostos, o que favoreceu as grandes corporações americanas, estimulando o crescimento, o emprego e a renda.

Isso gerou inflação e acabou levando o Banco Central Americano a um processo de alta de juros. Este ambiente deu suporte ao dólar no mundo e acabou pressionando os ativos de países emergentes. Além disso, Trump adotou uma política externa mais combativa, especialmente no tocante a China, o que por vezes acabou gerando ruídos e volatilidade.

Quando olhamos as propostas de Joe Biden, candidato Democrata à presidência, vemos uma intenção em reverter o corte de impostos promovido por Trump, mas aumentar os gastos com infraestrutura e o suporte fiscal à economia. Somado a isso, Biden se mostra mais amigável com seus parceiros comerciais e apresenta um grande foco nos pilares do ESG (Environment, Social, Governance), especialmente quando falamos de energia limpa e seus derivados.

Com esse breve panorama, fica claro que uma vitória de Biden, somada à potencial vitória dos Democratas no Congresso, poderá nos trazer um ponto de inflexão importante para grandes temas econômicos e, conseqüentemente, grandes teses de investimentos.

Aliado a isso, a economia americana passa por um período de incerteza, uma vez vencidos grande parte dos pacotes fiscais implementados ao longo da pandemia. Na ausência de novos suportes ao crescimento, os EUA podem passar por um momento de maior fragilidade e desaceleração do seu ritmo de recuperação, podendo trazer conseqüências bastante negativas ao crescimento e aos mercados.

Finalmente, no cenário internacional, temos a pandemia que ainda assola grande parte do mundo. Em algumas regiões já estamos presenciando uma “segunda onda” de contágio que já mostra efeitos danosos sobre o crescimento. A maneira como os governos irão optar em combater o vírus de agora em diante e as perspectivas de uma vacina, são fatores importantíssimos para o desenrolar da recuperação da economia global.

No Brasil, além de sentirmos os efeitos colaterais dos eventos externos descritos acima, ainda precisamos lidar com as nossas peculiaridades. Neste momento, nosso maior desafio é trazer uma perspectiva de ajuste de nossas contas públicas. O país atuou de maneira rápida, ágil e agressiva para ajudar a sociedade a atravessar este momento de tormenta. Essa atuação era necessária, fundamental e inadiável.

Contudo, gastos que foram efetuados para serem pontuais, não podem se tornar gastos permanentes. A economia do país não suporta o aumento de gastos públicos sem que haja corte de despesas em outras frentes. A história do Brasil confirma que não existe um “trade-off” entre gastar “hoje” ou gastar “amanhã”. Novos gastos, sem a contrapartida de corte de despesas, em um país com alto endividamento como o Brasil, irão gerar aumento da inflação, aumento do desemprego, menos crescimento e taxas de juros estruturalmente mais elevadas.

O cenário dos últimos meses obrigou o Brasil a aumentar momentaneamente seus gastos, em um período de queda de receitas. Isso gerou um aumento na necessidade de financiamento do país, levando a necessidade do aumento na emissão da dívida pública. Todavia, com uma estrutura financeira frágil, os investidores estão demandando maiores taxas para financiar o país, além de evitar a alocação em papéis da dívida com vencimentos mais longos. Isso gera um efeito cascata que obriga o Tesouro Nacional a emitir papéis mais curtos e/ou oferecer taxas mais elevadas ao investidor, concentrando um volume excessivo de vencimentos para o ano que vem.

Sem um ajuste estrutural das contas públicas, corremos o risco de viver momentos tenebrosos em 2021 e nos anos subsequentes. O tempo urge e o país não pode mais esperar (e muito menos errar).

Os vetores expostos acima terão semanas decisivas ao longo do mês de novembro. A depender da resolução de cada um deles, podemos ter pontos de inflexão importantes para o cenário econômico e, conseqüentemente, para grandes teses de investimentos.

Temas de Investimento

Proteções: Ao longo dos meses de julho, agosto e setembro buscamos estruturas de opções que defendessem os portfólios para eventuais pioras no cenário e o que chamamos de “riscos de cauda”. Focamos nossos esforços no mercado de câmbio e bolsa, no último caso, no Brasil e no exterior. Seguimos com estruturas assimétricas nas carteiras, que funcionarão como um “seguro” na eventualidade de uma deterioração rápida e acentuada dos ativos de risco até final do ano.

Liquidez: Nossa liquidez segue em patamares estáveis nos últimos meses. Estamos promovendo algumas importantes readequações das carteiras, mas basicamente utilizando a troca de classes e fundos para efetuar essas alterações. Nossa liquidez segue um pouco acima da média. Utilizaremos este espaço nos portfólios para alocações táticas caso oportunidades surjam no mercado.

Renda Fixa: Estamos começando a olhar com mais interesse para algumas operações específicas, NTN-Bs mais longas próximas a 4,5% de juro real começa a fazer sentido para alocações de longo prazo. Além disso, estamos monitorando operações bancárias prefixadas e começam a aparecer algumas oportunidades interessantes.

Crédito High Grade: Vimos uma estabilização e relevante fechamento de spreads e taxas nos últimos meses. Optamos por reduzir as alocações nessa 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 era 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. Achamos que o momento seja oportuno para algum ajuste de posição (redução) das alocações que foram feitas em março e abril.

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)					



Multimercados: Continuamos a promover reduções estruturais nesta classe de ativo, além de buscar uma diversificação entre as sub classes dessa classe. Gostamos de fundos mais diversificados e que visam “alpha” ao invés de “beta”, 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 está, uma vez mais, comprovando a importância da boa seleção de gestores para o mercado de ações. Em um ano em que o Ibovespa ainda apresenta forte queda, vemos uma enorme dispersão de retornos entre os fundos. Estar nos gestores corretos e capazes de gerar valor em qualquer ambiente de mercado nunca foi tão importante.

Na parcela internacional, voltamos a adicionar risco, priorizando a bolsa americana, pois as quedas recentes trouxeram algumas oportunidades, a nosso ver. No entanto, essas alocações têm sido feitas de maneira parcimoniosa e tática.

Investimentos no Exterior: Continuamos a elevar as alocações nessa classe de ativo. 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.

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. 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.