

Sumário

MUNDO

Cenário fica mais incerto e com baixa visibilidade.

MERCADO

Mercados desenvolvidos e emergentes sofreram nesse mês.

BRASIL

Aversão a riscos e cenário político ainda complicado.

Ventos Contrários

“A força não vem de vencer. Suas lutas desenvolvem suas forças. Quando você atravessa dificuldades e decide não se render, isso é força.”

Arnold Schwarzenegger

O mês de setembro foi marcado pelo recrudescimento de diversos riscos que vínhamos monitorando e alertando nos últimos meses.

Nos EUA, por um lado, a pandemia finalmente dá sinais de arrefecimento, o que pode ajudar a dar uma sustentação adicional ao crescimento econômico no curto-prazo. Por outro lado, contudo, a inflação parece não dar trégua. A certeza do Fed (de até poucos meses atrás) de que este efeito seria temporário vai dando lugar a uma visão muito mais pragmática e duvidosa em relação a inflação.

O Banco Central Americano, assim, passa a sinalizar de maneira mais intensiva para o começo de um processo de normalização monetária, com redução do QE ainda este ano e posterior encerramento do programa em meados de 2022. Depois disso, seria iniciado um processo gradual de alta de juros.

A alta da inflação não é um fenômeno restrito à economia americana, mas se mostra presente e intensa em praticamente todo o mundo. Este é um dos principais pontos de atenção que temos alertado nos últimos meses. Em setembro, este tema voltou a pauta dos mercados e merecerá atenção especial neste resto de 2021.



Além da inflação, o mundo convive com uma visível crise de energia, com aumento de demanda, problemas de oferta e uma consequente escalada quase que exponencial de preços de algumas commodities ligadas ao complexo energético, como Gás Natural e Carvão.

Este cenário afeta não apenas a inflação, como gera um de choque de oferta para a economia, trazendo um desafio adicional ao crescimento do mundo. Neste momento, a crise parece mais intensa na Europa e na China (sem contar com os problemas idiossincráticos no Brasil cuja matriz hidroelétrica também apresenta problemas com chuvas abaixo da média histórica e uma demanda em recuperação pós pandemia).

Em se tratando de China, os problemas na Evergrande, uma das maiores e mais endividadas empresas do setor imobiliário do país, caminham na perigosa direção de um “default” e eventual reestruturação da empresa. Por mais que não vejamos (ainda) motivos para contágio financeiro, há riscos relevantes e não desprezíveis de impacto para o crescimento econômico do país e do mundo. Acreditamos que não é uma questão de “se” a economia global irá desacelerar, mas sim qual será a magnitude, velocidade e duração dessa desaceleração. Uma parte deste cenário não nos parece, ainda, bem precificado por alguns ativos de risco ao redor do mundo, a despeito de vermos oportunidades em países específicos como Brasil e China, onde os preços dos ativos já apresentaram depreciação relevante nos últimos meses.

Vale lembrar que o mercado imobiliário da China foi o grande propulsor do crescimento do país (e de vários setores econômicos globais) nos últimos anos, o que torna qualquer desaceleração deste setor da economia extremamente importante para o mundo.

Se não bastasse o problema no mercado imobiliário, a China está convivendo agora com racionamento e apagões no mercado de energia, o que deverá atuar como um vento contrário adicional ao crescimento do país.

Assim, estamos diante de um pano de fundo global muito mais desafiador, incerto e de baixíssima visibilidade do que aquele que convivemos até setembro deste ano. Por ora, não há sinais claros de que nenhum desses vetores deve ser pacificado no curto-prazo.

No Brasil, seguimos em um ambiente de inflação corrente elevada, que está levando o Banco Central a dar continuidade ao seu processo de alta das taxas de juros. Esperamos que a Taxa Selic deverá encerrar este ciclo em torno de 9% ao ano no começo de 2022.

O crescimento mostra sinais de acomodação, mas no geral a economia ainda parece operar em níveis saudáveis e com uma recuperação positiva do mercado de trabalho. O quadro fiscal corrente se mostra mais positivo do que o esperado, muito em função das restrições de gastos imposta pelo Teto de Gastos e com as receitas ajudadas pela recuperação mais robusta do crescimento.

Contudo, há enormes incertezas para as contas públicas e uma pressão grande da classe política por mais gastos, o que deixa o mercado desconfortável e com baixa convicção de que os números melhores de curto-prazo serão mantidos no futuro próximo.

Passamos por um arrefecimento dos embates e ruídos institucionais, mas o cenário nesta frente está longe de estar pacificado estruturalmente. Qualquer medida e/ou declaração pode ser o estopim para mais uma crise institucional entre os poderes da república.

A agenda de reformas econômicas está praticamente parada e não há qualquer sinal de que haja disposição para avanços. Não queremos soar excessivamente negativos. Existem diversas pautas econômicas avançando, como privatizações, concessões, obras públicas e pequenas reformas regulatórias que ajudam o ambiente de negócios do país.

Todavia, não podemos deixar de ter os pés no chão e a noção de que o cenário de curto-prazo se mostra ainda mais desafiador do que aquele que apresentamos nos últimos meses. À medida que este cenário foi se desenvolvendo, os ativos locais foram reagindo negativamente. De certa forma, isso traz algum alento, pois são em momentos como esse que oportunidades de investimentos são criadas.

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, reduzimos nossa recomendação de ações na Europa e nos países emergentes. Além disso, elevamos nossa alocação em proteções de bolsas internacionais. Por fim, também aumentamos nossa alocação em renda fixa local, com juros voltando para patamares atrativos.

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 atual vem mostrando, mais uma vez, 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.

