

Sumário

MUNDO

Inflação voltou?

MERCADO

Mês positivo para os ativos de risco.

BRASIL

Sinais melhores, na margem.

O Dragão foi libertado?

“Inflação é a arte de falsificar a moeda por conta do Estado.”

Sofocleto

Nas últimas semanas os mercados financeiros globais foram atingidos pelo medo de uma alta mais rápida e acentuada da inflação nos EUA.

A divulgação de um Core CPI – o equivalente ao Núcleo do IPCA do Brasil nos EUA - muito acima das expectativas, acabou levando a um momento de forte pressão nas bolsas globais, lideradas pelos setores mais dependentes de juros baixos, como “Tecnologia” e “Crescimento”, no mundo e no Brasil. Este momento foi ainda marcado por um dólar forte e por uma abertura generalizada de juros ao redor do mundo.



A despeito da volatilidade deste dia, precisamos colocar a situação em perspectiva. As bolsas, no geral, vinham em uma tendência de forte alta, quase que ininterrupta, desde o auge da pandemia, em março do ano passado. Os níveis e os “valuations”, em geral, eram (e ainda são, em alguns casos) elevados.

Já o dólar, apresenta uma trajetória menos direcional e vem operando em bandas um pouco mais largas nos últimos meses, à mercê de notícias de curto-prazo e fluxos pontuais.

O mercado de juros, apresentava uma dinâmica, talvez uma tendência, de abertura de taxas que, apenas nos últimos 2 meses, apresentou alguma acomodação. O mesmo não pode ser dito sobre as commodities, que vinham em um claro movimento de alta, também sustentada por problemas de oferta e quebras nas cadeias produtivas globais devido a pandemia.

Em linhas gerais, a “reflação” (“reflation” no termo em inglês) era um tema dominante no início do ano que não foi esquecido, mas ficou adormecido por algumas semanas, após uma acomodação das taxas de juros no mundo desenvolvido e novas “ondas” da pandemia nos países emergentes.

A inflação de hoje nos EUA, aliada a sinais cada vez mais evidentes de pressões inflacionárias no mercado de trabalho e na cadeia produtiva global, em vários setores da economia, apenas retoma o tema de “reflação” no mundo.

O Núcleo da Inflação mais alto é apenas mais um sintoma, dentre vários outros que ficam cada dia mais evidentes de que podemos estar diante de um cenário mais inflacionário pela frente.

A alta de 0,9% no mês de abril no núcleo da inflação americana, maior alta mensal da história, certamente está distorcida por questões pontuais. O preço de carros usados apresentou alta de 10% no mês, puxado pelo aumento da demanda (com a reabertura econômica do país) e pela menor oferta de carros novos, devido à falta global de “chips”, importante componente para a produção de automóveis.

Contudo, há sinais claros de espalhamento da inflação para outros vetores da economia. O mercado de trabalho, por exemplo, acumula sinais e evidências anedóticas de aperto e pressão por maiores salários.

Até agora, era reconfortante ouvir do Fed que a inflação seria transitória. Chegará um momento (ou chegou o momento) em que o mercado poderá se sentir desconfortável com essa sinalização e essa postura, acreditando que o Banco Central está cometendo um erro de política monetária.

Por outro lado, o mercado já vive há décadas sem uma experiência concreta de inflação nos EUA. Então, não será de um dia para o outro, ou apenas depois de uma única evidência, que este cenário irá se entrincheirar no preço dos ativos. Isso levará tempo e novos dados econômicos.

Nada disso seria problema se os preços e “valuations” dos ativos estivessem ajustados para esses riscos inflacionários, mas muitos ativos negociavam ou ainda negociam com “dinâmica de bolha” (SPACs, Tesla, Bitcoin, Ark ETF, entre outros) e começam, agora, a voltar para outros níveis mais racionais.

O Brasil será refém do cenário externo, uma vez que somos uma economia alavancada e sem sinais consistentes de ajuste. O país apresenta características que o ajudam a se blindar em um ambiente como este. Uma delas, é a grande participação das empresas de commodities em nossa bolsa, um setor que acaba sendo ajudado por este ambiente descrito acima. Por sermos exportadores de commodities, a alta de preços ajuda também nosso balanço de pagamentos e, conseqüentemente, nossa moeda.

Na contramão desses vetores positivos, já convivemos com uma inflação mais elevada, o que tem obrigado o Banco Central a continuar um processo de normalização de nossa taxa de juros.

Os ativos locais continuam embutindo, corretamente, prêmios elevados de risco, devido a nossa situação fiscal, as incertezas políticas e um cenário externo cada vez mais incerto.

De maneira geral, esperamos um cenário de maior volatilidade pela frente. Ainda não vemos o mercado internacional em uma mudança de tendência para baixo (com quedas de 15% a 20% no curto-prazo), mas não nos surpreenderia com realizações pontuais (como quedas entre 5% e 15% dos índices norte-americanos).

Cada vez mais, estamos convictos que o momento demanda parcimônia, paciência e maior diligência na seleção das classes de ativos para os portfólios, assim como para os gestores e fundos que irão compor nossas carteiras de investimentos.

Temas de Investimento

PROTEÇÕES

Ao longo dos últimos 2 meses, voltamos a estruturar operações de proteção no mercado derivativo de Ibovespa e de Câmbio, com estruturas com vencimentos em 3 meses 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 em 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. 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 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 reduções estruturais nesta classe de ativo, além de buscar uma diversificação entre as subclasses dessa classe. Gostamos de fundos mais diversificados e que visam “alpha” ao invés de “beta”, tais como: Long-Short, Equity Hedge, Total Return, Quantitativos, Coleta de Prêmio de Risco, entre outros.

RENDA VARIÁVEL/AÇÕES

Mantemos uma alocação acima da média nessa classe no Brasil. 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.

Já com o Ibovespa em alta em 2021, 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.

INVESTIMENTOS NO EXTERIOR

Nossa postura continua a ser de 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.

PRIVATE EQUITY/VENTRE CAPITAL

Seguimos construtivos com 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.

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. 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.

