

Sumário

MUNDO

Seguimos vivendo um movimento de normalização monetária global.

MERCADO

Ações de tecnologia sofreram bastante nesse início de ano.

BRASIL

Começo de ano positivo para os ativos de risco, mas seguiremos com bastante volatilidade.

Ano Novo, Cenário Antigo

Inteligência é a capacidade de se adaptar à mudança.

Stephen Hawking

Gostaríamos de usar o espaço deste mês para contextualizar o que está se desenhando em termos de cenário global. Para isso, precisamos voltar um pouco no tempo, para o período mais agudo da pandemia COVID-19.

A pandemia, oficialmente, começou a se alastrar na Ásia em janeiro de 2020, chegando à Europa em torno de fevereiro e nas Américas por volta de março daquele ano. Com enormes incertezas em relação a como controlar sua disseminação, seu tratamento e evitar o sobrecarregamento do sistema de saúde, os governos optaram por medidas mais drásticas de “lockdown”, ou restrições à circulação de pessoas, limitando apenas o funcionamento dos serviços essenciais.

Sem entrar aqui no mérito de a medida ter sido correta ou não, este não é o intuito deste fórum, a sociedade se viu diante de um dos maiores choques exógenos, inesperados e abruptos da história da economia mundial. Grande parte da atividade econômica global foi literalmente congelada, sem que tivéssemos a menor noção de quanto tempo aquela situação iria perdurar. Em artigo naquela época classificamos este período como “Parada Brusca”.

Com a intenção de ajudar a população a atravessar este período de uma maneira um pouco mais suave e dar algum suporte à atividade econômica, vimos dois movimentos concomitantes: primeiro, uma queda generalizada das taxas de juros ao redor do mundo e uma posterior injeção de liquidez por parte dos bancos centrais. O tamanho, magnitude e velocidade destes movimentos foram sem precedentes na história.

A título comparativo, apenas o Fed, o Banco Central dos EUA, injetou cerca de US\$4tri na economia em poucas semanas. Desde a crise imobiliária americana em 2008 até 2020, estes mesmos US\$4tri foram injetados na economia dos EUA. Contudo, neste caso, em uma janela de 12 anos e não de poucas semanas.

O segundo movimento foi a execução de pacotes de estímulos fiscais agressivos, com diversos países (se não a maior parte dos países do mundo) anunciando programas de suporte ao setor corporativo e, principalmente, em muitos casos, assinando cheques diretos à população mais afetada.

Em alguns casos, olhando “ex-post”, podemos dizer que estes movimentos foram excessivos ou perduraram por mais tempo do que deveriam ter perdurado. Com uma liquidez global abundante, com a população dentro de suas casas, observamos um movimento claro de favorecimento a alguns setores da economia.

Empresas de e-commerce, empresas de “gamming”, empresas que facilitam a interação via vídeo e áudio, entre outras, viram a demanda por seus produtos explodir e suas ações na bolsa, por consequência, tiveram altas exponenciais. Este fenômeno ficou conhecido como “10 anos em 10 semanas” já que a penetração destes produtos levaria 10 anos para atingir o nível que atingiram em 10 semanas durante a pandemia.

Além deste fenômeno social, a injeção de liquidez “empurrou” o investidor para ativos de maior risco, já que as taxas de juros eram próximas a zero ou negativas, estimulando uma migração de poupança à ativos com retornos mais atraentes (ou que pareciam mais atraentes naquele momento em comparação as opções existentes).

Olhando de hoje, já podemos dizer que alguns excessos foram cometidos. Isso não é uma crítica, apenas uma constatação. No meio de uma das maiores pandemias da história, com grande parte da economia parada, a avaliação de “qual a melhor dosagem do remédio a ser administrado” era pouco óbvia, naquele momento.

Hoje, vimos que com um razoável grau de certeza, no mínimo, o “remédio”, na forma de estímulos fiscais e monetários, poderia ter sido ou menor e/ou ter durado menos tempo. Um dos custos desta atuação, que fica evidente a cada novo dia, é uma inflação mais alta no mundo.

Aqui vale um breve comentário, o qual poderia ser tema de um artigo completo. Não há dúvidas que uma parte da inflação atual é temporária, fruto da quebra da cadeia produtiva global devido a pandemia. Todavia, existia um entendimento, até um consenso, que a inflação iria arrefecer no “curto-prazo” e seria totalmente temporária.

O tempo mostrou que esse entendimento estava errado. A inflação se mostrou muito mais persistente, espalhada e arraigada na economia. Isso, aos poucos, foi sendo reconhecido pelos bancos centrais, que acabaram alterando a sua postura.

Desde fins de 2021, estamos convivendo com um movimento de normalização monetária global, em maior ou menor grau, a depender do país. Se a injeção de liquidez “empurra” o investidor para ativos de mais risco, colocando preços e *valuations* em patamares pouco triviais, a redução de liquidez deve atuar na direção oposta, ou seja, afastando o investidor de ativos e posições mais arriscadas.

Obviamente, existe todo um mecanismo muito mais profundo do que esse, mas a título de simplificação, é o que já vemos desde o segundo semestre de 2021 em algumas ações da bolsa dos EUA. Agora, começam a se alastrar para outros setores da economia e dos mercados financeiros globais.

Desde o segundo semestre do ano passado, as ações vistas como “vencedoras” da pandemia, começaram um processo de ajuste de preços (queda de preço de suas ações). Depois, não apenas as vistas como “vencedoras”, mas aquelas cujas margens são baixas e os lucros baixos ou nulos passaram por movimentos de quedas na ordem de 40% a 85%, a depender da empresa/ação.

Neste começo de 2022, começamos a ver este movimento se alastrar para ações de empresas mais sólidas ou estáveis, apenas por seus preços e *valuations* estarem elevados e pouco triviais para o cenário que se avizinha.

Seriam essas empresas ruins? Neste caso, achamos muito difícil generalizarmos. Pegando o estouro da bolha de tecnologia em 2000-2001, várias empresas viram suas ações caírem 90%-95% naquele período e hoje são grandes e excelentes empresas (e ações). É bem verdade que muitas não sobreviveram...

Acreditamos que neste ciclo econômico, esta história irá se repetir. Estamos passando por um momento de turbulência, que ainda não me parece que chegou a seu final. Algumas empresas verão suas ações caírem vertiginosamente. Algumas delas sobreviverão e, daqui alguns anos, sairão fortalecidas. Muitas delas, infelizmente, não irão conseguir fazer a travessia.

O momento é de parcimônia e paciência. A diversificação para o mercado internacional é importante e deve ser um processo feito ao longo do tempo. Dado o cenário atual, avistamos grandes oportunidades no horizonte nos mercados internacionais.

Ações que não dão lucro nos anos de 2020-2021 versus a Nasdaq nos anos de 1999-2000



Fonte: Bloomberg

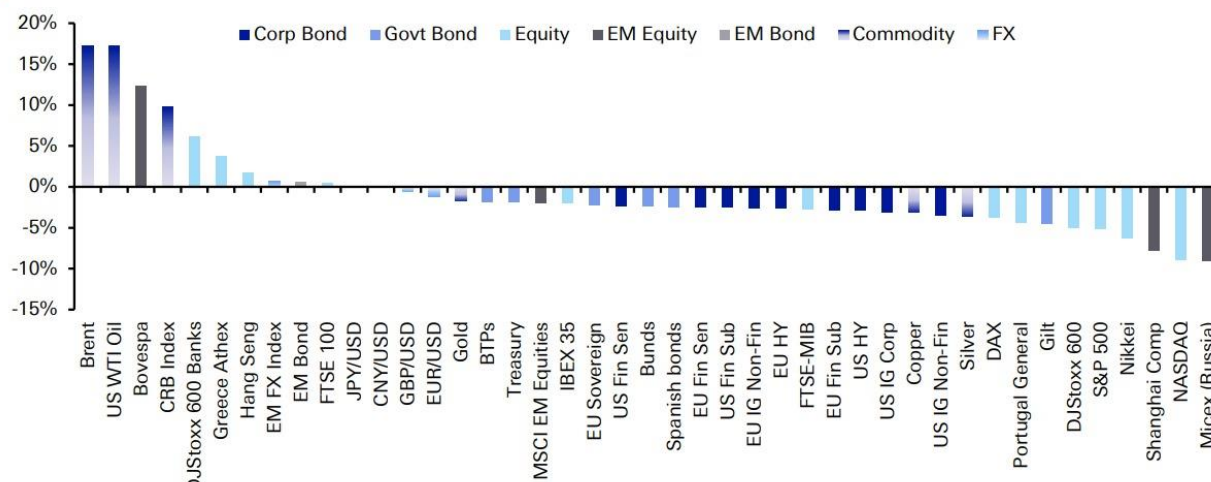
Temas de Investimento

A despeito de um começo de ano mais desafiador para o cenário internacional, janeiro foi um mês positivo para os ativos no Brasil. Acreditamos que alguns vetores explicam a alta dos mercados locais. São eles: (1) Nível de preços e *valuations* mais atrativos tanto para os padrões históricos locais, como no relativo aos demais países do mundo; (2) Uma posição técnica mais construtiva, após a “onda” de resgate de fundos de ações e venda de papéis pelas “pessoas físicas”, em busca de retornos mais elevados na renda fixa no segundo semestre do ano passado; (3) Um concomitante fluxo mais positivo do investidor estrangeiro diante dos vetores (1) e (2); (4) Um ambiente global que favorece ações de “valor” e “cíclicas”, núcleo da bolsa do Brasil.

Por ora, ainda estamos cautelosos e não podemos “cravar” que está é uma nova tendência e não apenas um movimento pontual. De qualquer forma, continuamos vendo a bolsa local atrativa em termos de *valuation* e posição técnica, o que nos mantém “neutros” nesta classe de ativo, em detrimento ao nosso pessimismo maior com as bolsas internacionais.

Retorno das Principais Classes de Ativos em Janeiro/22 (em Dólar)

Figure 2: Total Return Performance of Major Global Financial Assets in January (in USD)



Source : Deutsche Bank, Bloomberg Finance LP, Mark-It

PROTEÇÕES

No atual momento, com a volatilidade implícita dos ativos de risco mais elevada, optamos por não adicionar nenhuma nova proteção aos portfólios. Estamos optando por uma alocação mais balanceada e conservadora afim de proteger os portfólios da volatilidade de curto-prazo.

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 esses movimentos. Com uma taxa Selic mais alta, o carregamento do caixa também passa a ser mais positivo e só 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.

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.

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

Reduzimos alocação na classe de maneira orgânica no segundo semestre do ano. Optamos por não promover uma readequação das carteiras, neste momento. Seguimos mais alocados em gestores ativos e de valor.

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.

