

SUMÁRIO

MUNDO

A normalidade, aos poucos, vai retornando.

MERCADO

Mês positivo para os ativos de risco.

BRASIL

Vacinação avança, e o pior da pandemia parece ficar para trás.

Avanços e Retrocessos são parte da história...

“Paciência e perseverança tem o efeito mágico de fazer as dificuldades desaparecerem e os obstáculos sumirem.”
(John Quincy Adams)

E como um relâmpago, o primeiro terço do ano ficou para trás. Observamos alguns avanços no Brasil e no mundo, mas também alguns retrocessos e o surgimento de novos riscos no cenário. O momento nos parece oportuno para realizarmos uma breve avaliação do que se passou e do que esperamos para os próximos meses.

Sem a menor sombra de dúvida, a pandemia continua a ser o principal tema de direcionamento das economias globais e, conseqüentemente, dos mercados financeiros. O que vimos neste início de ano foi um cenário de grande heterogeneidade no desenvolvimento da crise sanitária entre países e regiões.



Na Ásia, a pandemia já havia sido, pelo menos olhando os dados oficiais, equacionada no segundo semestre de 2020. Não vimos “segundas” ou “terceiras ondas” relevantes em países mais desenvolvidos da região, em especial na China. Com isso, o que observamos foram dados robustos e saudáveis de crescimento na região, ainda sem grandes sinais de pressões inflacionárias. Neste momento, vemos sinais de deterioração da pandemia na região, especialmente nos países emergentes, mas também no Japão. O surgimento de novas variantes na Ásia pode trazer desafios de curto-prazo por lá.

Na China, um dos principais motores do mundo, o crescimento se mostra satisfatório e a inflação controlada. Contudo, há um início de sinal de excesso no mercado imobiliário, assim como o aumento de “eventos de crédito” no mercado local de dívida.

Por um lado, vemos um cenário construtivo para o crescimento e a economia da região, mas alertamos para o aumento do risco de medidas mais restritivas nos próximos meses, que poderiam desacelerar o crescimento e a economia. Este sinal ainda é um risco, e não um cenário base, mas precisa ser monitorado.

Caminhando ao Ocidente, na Europa, a situação ainda é frágil e demanda alguma atenção, mas as perspectivas seguem positivas para os próximos meses. Alguns países e regiões ainda enfrentam uma situação bastante delicada da pandemia e da crise sanitária. A região, de certa forma, falhou em termos gerais em seu processo de vacinação e está bastante atrasada em relação a outros países desenvolvidos. De qualquer forma, há sinais de que a vacinação deva ganhar tração nas próximas semanas, levando os países europeus a uma situação menos dramática.

Assim, espera-se, também na Europa, uma recuperação do crescimento nos próximos meses. O Banco Central Europeu deve manter uma política monetária expansionista, enquanto não há sinais de uma inflação consistente e estrutural. Aqui, vale citar os casos de Israel e do Reino Unido, dois “países” que aceleraram o processo de vacinação, atingiram o nível de imunização adequado da população e, hoje, já apresentam um ambiente de vida social praticamente normal. Claramente, este cenário já começa a ficar evidente não apenas nos dados de alta frequência como nos números oficiais de atividade econômica.

Chegando aos Estados Unidos (EUA), a situação caminha para um ambiente parecido com Reino Unido e Israel. A vacinação avança a passos largos, com algumas diferenças entre algumas regiões do país, mas com sinais cada vez mais consistentes de volta à normalidade. Os dados econômicos refletem isso de maneira evidente, com um mercado de trabalho cada vez mais apertado, vendas no varejo com alta acelerada e um crescimento que deve rondar os 7% este ano!

Vale atentarmos para alguns pontos, neste caso. Primeiro, o processo de normalização não será linear. Devemos enfrentar problemas ao longo do tempo, dado as dimensões de alguns países e a fase de vacinação de cada região do mundo. Segundo, a liquidez global abundante, derivada da política monetária expansionista e de pacotes fiscais extremamente generosos, aumenta exponencialmente o risco de superaquecimento da economia dos EUA nos próximos meses, à medida que a economia retoma à normalidade.

Reforçamos que este ainda não é o cenário central. O Banco Central Americano (Fed) continua (e deve continuar) bastante expansionista nos próximos meses, assim como a inflação corrente ainda é baixa, mas é um risco crescente que não pode ser ignorado e precisa ser mapeado cada vez mais.

Quando olhamos os países emergentes, contudo, a situação ainda é gravíssima, com países como a Índia e o Brasil enfrentando situação de saturação do sistema de saúde e ausência de oferta adequada de vacinas.

No Brasil, em especial, a situação ainda é dramática, mas há sinais cada vez mais consistentes de que o pior desta “onda” da pandemia ficou para trás. Ainda devemos conviver com dados elevados (e imperdoáveis) de óbitos diários, mas já vemos uma tendência de queda do número de casos e internações nas principais regiões do país, o que costuma ser um indicador antecedente de queda do número de óbitos. Com o processo mais avançado de vacinação no mundo desenvolvido, devemos ver uma oferta mais satisfatória de vacinas para o Brasil nas próximas semanas, o que nos permitirá acelerar o processo de imunização.

Seguindo no Brasil, a pandemia não é nosso único desafio. Vivemos um ambiente político ainda mais polarizado, agora com a potencial entrada do ex-presidente Lula na corrida presidencial. O país apresenta um problema fiscal que precisa ser equacionado de maneira incisiva e estrutural.

Finalmente, convivemos com uma inflação corrente mais elevada do que no passado recente o que obriga o Banco Central a dar continuidade a um processo de ajuste da Taxa Selic que pode levá-la ao patamar de 6% ao ano (ou mais) nos próximos meses.

De maneira geral, mantemos um cenário construtivo para a economia global ao longo deste ano. Acreditamos que veremos uma recuperação do crescimento mais evidente ao longo dos próximos meses. Contudo, vemos um aumento crescente do risco inflacionário, especialmente na segunda metade do ano e nos EUA. Vemos pouco prêmio em ativos internacionais como crédito privado, bolsas e títulos soberanos.

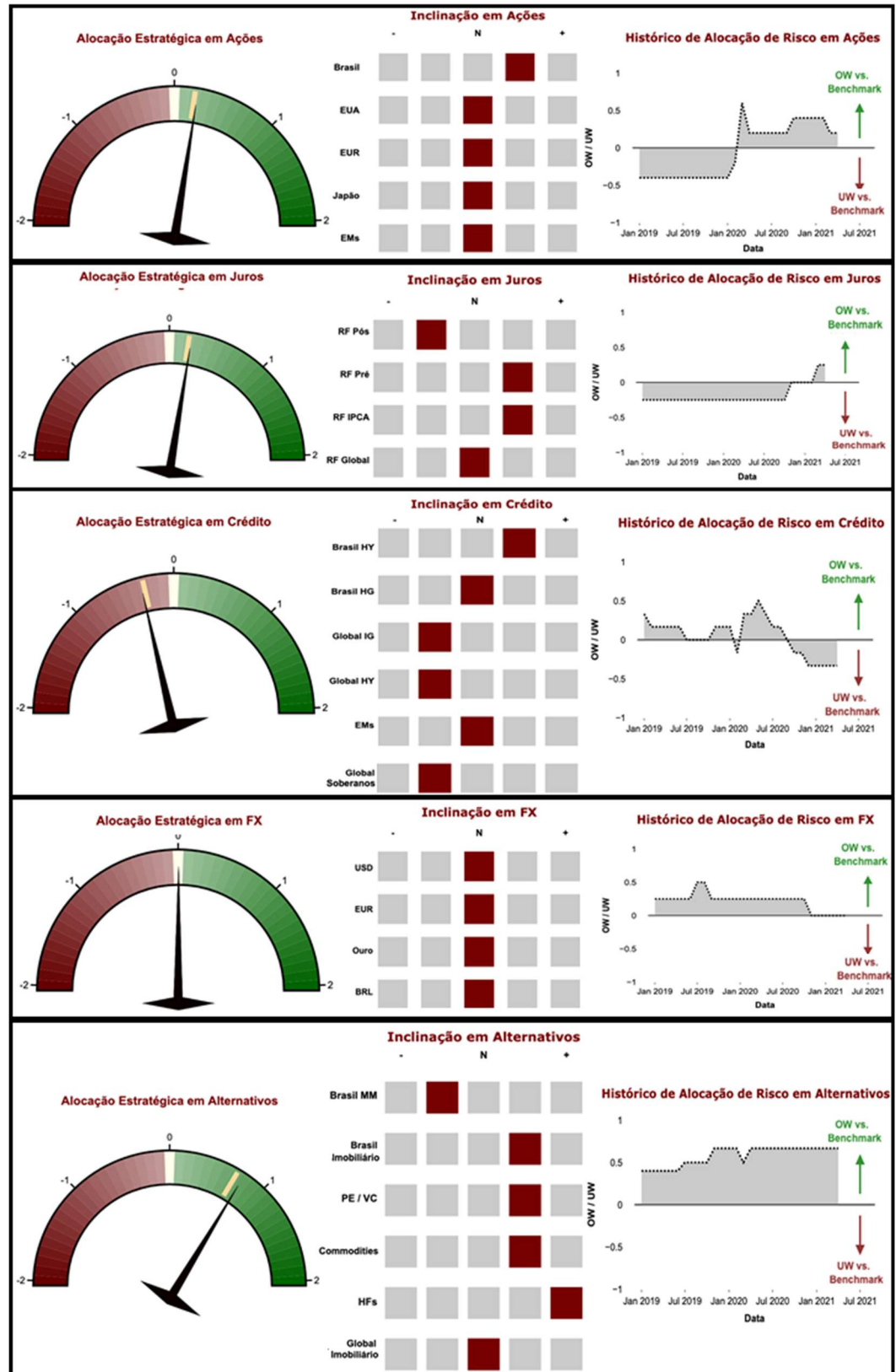
No Brasil, o cenário de curto-prazo ainda é desafiador, mas acreditamos em melhoras à frente. Ao contrário do cenário internacional, identificamos oportunidades nos ativos locais, dado o nível de prêmio de risco apresentado por diversos ativos do país. Obviamente que sem avanços econômicos, fiscais e sociais esses prêmios podem ficar ainda maiores, o que demanda algum tipo de parcimônia nas alocações.

Temos certeza de que novas variáveis irão surgir ao longo do ano e o cenário descrito acima não será linear. Precisamos estar preparados para separar os ruídos dos sinais.

Temas de Investimento

Após a decisão do Banco Central, vimos uma forte abertura de taxa de juros na curva futura. Neste momento, julgamos que o mercado embute uma alta excessiva de taxas nos próximos meses, com a Taxa Selic superando os 9,5% em janeiro de 2023. Como em nosso cenário base a Selic deve se estabilizar em algo em torno de 5% a 6% neste horizonte de tempo, vemos oportunidades de alocação nessa classe de ativos, seja via títulos públicos, mercado futuro ou ativos de crédito, a depender do veículo e perfil do cliente. Assim, este mês, incrementamos de maneira parcimoniosa nossa alocação no

mercado de juros prefixados no Brasil, na parte curta da curva, assim como um pouco de NTN-B (juros reais) na parte longa da curva, a depender também do perfil.



Proteções: Ao longo do mês, 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 esses movimentos. 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 suas sub classes. 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 mostrou, uma vez mais, a importância da boa seleção de gestores para o mercado de ações. Em um ano em que o Ibovespa ainda apresenta leve queda no acumulado (-0,10%), 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”, afim 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/Venture 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): Há cerca de um ano 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.