

## SUMÁRIO

### MUNDO

Dados melhores, mas muito incerteza à frente.

### MERCADO

Novamente, um mês de forte recuperação.

### BRASIL

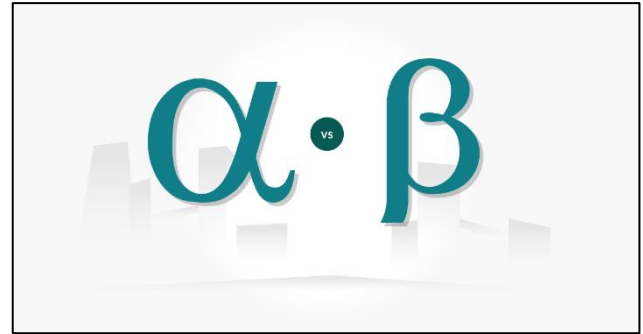
Político um pouco mais calmo, mercados recuperando e desafios fiscais.

## Alpha é o novo Beta?

*"É justamente porque a humanidade não sabia para onde ia, que conseguiu encontrar o seu caminho."*  
 (Oscar Wilde)

Vamos começar nossa carta tecendo alguns comentários sobre o bom desempenho dos dados de atividade econômica dos últimos 3 meses. Primeiro, é inegável o bom resultado apresentado pelos dados, acima de todas as expectativas, na média.

De fato, a impressão que fica é de que o mundo esteja diante de uma recuperação em formato de "V" – uma recuperação rápida e acentuada do crescimento. Os dados mostram isso, não temos motivos para questionar estas claras evidências.



Contudo, deixamos aqui um debate, que fica mais para qual será o cenário prospectivo daqui para a frente. Olhando a abertura dos números, vimos altas substanciais nas variações mensais.

Acreditamos que dadas as características dessa crise, onde a sociedade ficou por cerca de 3 meses "trancafiada", existia de fato uma demanda reprimida por alguns itens e alguns serviços básicos. Além disso, os programas de proteção social estão impedindo, no curto-prazo, um "buraco" de renda no país e no mundo.

Finalmente, estamos tendo que nos adaptar ao "novo normal", que leva a alguns ajustes de curto-prazo, como "home office", "homeschooling" e afins. Isso também gera uma demanda pontual.

Olhando à frente, será que a economia será capaz de manter este ritmo de crescimento na ausência de uma solução estrutural para a pandemia? Não temos dúvidas que algumas empresas e setores sairão fortalecidos deste ambiente, porém em detrimento a outras empresas e setores, que não conseguirão atravessar essa "tempestade".

Nossa dúvida é a sustentabilidade deste movimento e se não seria um erro extrapolá-lo para a frente.

O mundo tenta promover sua reabertura aos poucos, mas ainda estamos muito longe do normal.

Nossa visão é de que estamos entrando na terceira fase deste "mini ciclo econômico":

- A primeira fase foi a "Parada Brusca" da economia global, no final de fevereiro até o final de abril.
- A segunda fase, de começo de maio até meados de julho, foi a "Recuperação em V", onde vimos a reabertura de vários países e uma recuperação expressiva do crescimento global.
- Nesta terceira fase, talvez a fase do "Platô", acreditamos que a recuperação será errática e heterogênea entre regiões do mundo e setores da economia.

Isso demanda uma atenção redobrada, uma gestão cada vez mais ativa e uma diligência ainda maior das alocações, seja no “Asset Allocation” ou na seleção de gestores.

Não é um cenário necessariamente negativo, mas um ambiente que demanda portfólios balanceados e gestores experientes.

### Temas de Investimento

**Liquidez:** Estamos mantendo uma liquidez mais elevada, através de fundos de título públicos federais atrelados ao CDI/Selic. A ideia aqui é ter espaço para aumentos táticos em ativos de risco caso o mercado apresente oportunidades futuras.

Nos portfólios fora do Brasil, também estamos mantendo uma recomendação de liquidez mais elevada. Dado a baixa taxa de juros nos EUA, isso pode ser feito através de “caixa” ou “cash”, com dinheiro em conta corrente. Nos EUA (ou na Europa) não há custo de oportunidade em manter dinheiro em conta corrente dado os juros próximos a zero.

### **Crédito High Grade:**

Como já dito em cartas anteriores, estamos mantendo uma pequena alocação nessa classe, sem promover grandes alterações, através da troca de fundos abertos por fundos exclusivos ou de longo-prazo, visando equalizar ativos e passivos, de modo que os clientes não fiquem expostos a movimentos forçados de venda de papéis.

Nos portfólios internacionais, as taxas e os spreads desses ativos atingiram novos pisos históricos, com a ajuda do excesso de liquidez global. Já não achamos o risco versus retorno dessa classe de ativo atrativo.

**Crédito High Yield:** Aqui acreditamos que os prêmios atuais continuam a justificar 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

| 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)  |      |      | ●      |      |      |

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.

**Multimercados Macro:** Também sustentamos a visão de que, num Brasil de CDI muito baixo, a vida dos gestores que cobram 2% de taxa de administração e concentram suas operações em ativos do Brasil está muito difícil. Como historicamente, e na média, esses gestores apresentam um “beta” grande com os ativos locais, não se obtém diversificação de portfólio, mas sim concentração.

Seguimos buscando gestores dessa classe que mostrem capacidade de desconexão com a indústria e o “beta” do mercado. Além disso, vemos com bons olhos gestores que têm experiência ou estão investindo em equipe de análise e gestão, visando posições mais diversificadas entre classes de ativos e regiões do mundo.

Quanto à parcela internacional, estamos buscando elevar a recomendação de alocação nesta classe de maneira mais ativa, com parcimônia. Procuramos fundos que conseguem ser geradores de “alpha” (excesso de retorno), com menor “beta” aos ativos de risco. Importante salientar que vemos uma dispersão grande de desempenho entre as estratégias e os fundos, o que torna o trabalho de seleção de gestores extremamente importante.

Acreditamos que as recomendações devam vir das classes de fundos multi-ativos/multi-gestores, fundos long-short, fundos long-biased, fundos quantitativos entre outros.

Há algum tempo temos defendido que o “novo cenário” irá favorecer uma gestão ativa, de valor e os gestores que conseguem ter uma leitura acertada do cenário. Este tipo de gestão foi dificultado no “bull market” de 2009 a 2019 devido ao excesso de liquidez e a distorção de preços que isso acarretou.

**Renda Variável/Ações:** Promovemos alguns ajustes de posição nas últimas semanas, reduzindo alocações que foram feitas em março e abril. Assim, como no começo do ano, não vemos um trigger específico para uma eventual mudança de tendência do mercado. O ajuste foi feito de modo a manter nossas alocações no nível de (+1) no nosso termômetro para essa classe.

Fora do Brasil, elevamos a recomendação de alocação nesta classe ao longo do mês de março. Desde então, vimos uma recuperação rápida e acentuada de alguns mercados, como nos EUA, porém muito concentrada no setor de Tecnologia e Health Care.

Temos hoje um mercado americano menos atrativo em termos de valuations (quando olhamos o índice como um todo), mas ainda enxergamos enormes oportunidades entre setores, entre regiões e na seleção das melhores ações.

Assim, nosso viés é o de elevar as recomendações de alocação nessa classe em eventuais quedas do mercado, monitorando os movimentos mais abruptos, para priorizar fundos “ativos” e de “valor”, com histórico comprovado e longo de performance em todos os ambientes de mercado.

**Investimentos no Exterior:** Temos adicionado uma parcela da alocação em fundos de investimento no exterior, que ajudam a diversificar o “risco Brasil” e trazer um bom balanceamento de portfólio e estratégias em um momento onde os prêmios de risco estão mais atrativos, especialmente em crédito privado e em ações, ao redor do mundo.

Lançamos um produto local que irá alocar nos principais Hedge Funds ao redor do mundo, buscando retornos consistentes ao longo do tempo, com uma volatilidade moderada, e baixa correlação com a direção das bolsas globais.

**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.

**Proteções:** Assim como no começo do ano, não vemos um trigger específico para uma eventual mudança de tendência do mercado. Gostamos de “comprar seguros” (ou proteções), quando eles parecem “baratos”. Isso só é possível em ambientes de otimismo, como o de agora. “Comprar seguros” (proteções) após um sinistro, como em março, não costuma ser uma estratégia vencedora.

Acreditamos que o cenário base seja de uma recuperação gradual do mundo, com a manutenção de uma liquidez global abundante, sustentada pelos bancos centrais e pelos pacotes fiscais.

Vemos alguns riscos no cenário, que merecem atenção especial, tais como: segunda onda de contágio pelo Covid-19; piora na relação entre EUA e China; eleições nos EUA; efeitos secundários da crise; valuations “esticados”, piora na posição técnica; menor poder de reação dos bancos centrais; alto endividamento dos governos e das empresas; entre outros.

Não queremos precisar destas proteções, mas elas podem ser fundamentais, como foram no começo do ano, para proteger os portfólios em momentos de eventual stress de mercado.

Mantemos nossa alocação acima da média nas bolsas locais, porém estamos aos poucos adicionando proteções. Já havíamos alterado parte relevante da parcela indexada de ações para fundos mais “ativos” e de “valor”.