

## Sumário

**MUNDO**

Cenário segue favorável.

**MERCADO**

Seguimos vendo apreciação dos ativos de risco.

**BRASIL**

Expectativas melhores de crescimento, mas ainda há riscos.

### A Retomada

**“O passado é uma cortina de vidro. Felizes os que observam o passado para poder caminhar no futuro.”**

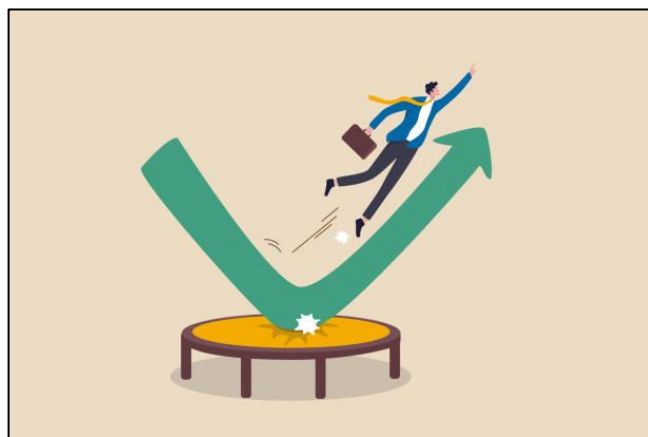
Augusto Cury

As últimas semanas foram marcadas por uma evidente melhora nas perspectivas de crescimento da economia do Brasil, o que acabou levando a uma compressão dos prêmios de risco, em especial, no mercado de câmbio e na bolsa local. Nestes últimos casos, ficou evidente o bom desempenho dos setores cíclicos da bolsa, aqueles que mais se favorecem de uma normalização, ou retomada, da economia, com arrefecimento da crise sanitária.

Mas afinal, o que explica esses movimentos? Serão eles pontuais, cíclicos, ou há esperanças de um panorama estrutural mais construtivo? Como se posicionar para este ambiente?

Este mês tentaremos responder algumas dessas questões, mantendo a humildade de que o cenário é fluido e muitos vetores são de difícil previsão.

Primeiro, o cenário internacional segue bastante favorável, com um vento de proa que em muito ajuda a situação do Brasil. A liquidez global se mostra abundante; os pacotes fiscais ainda são relevantes ao redor do mundo; a vacinação ganha tração e se espalha do mundo desenvolvido para o mundo em desenvolvimento e o crescimento global se recupera, em um ambiente de inflação mais alta, mas ainda controlada.



Há riscos neste cenário internacional, como a maturação do ciclo econômico. Na China, o país já está em um estágio mais avançado do ciclo e começa a adotar medidas mais restritivas em termos fiscais, monetários e creditícios. Essa postura ainda é pontual e localizada, porém um tema a se monitorar.

No Reino Unido, país mais avançado no processo de vacinação, há sinais de novas cepas levando a um aumento do número de casos de contaminação por Covid-19, mas a situação hospitalar se mostra adequada, sem ainda impactar no aumento do número de óbitos. Acreditamos que seja baixa a probabilidade de uma nova deterioração mais aguda da pandemia, mas é outro risco a ser monitorado.

A inflação é um tema em voga, que está há décadas adormecido, mas deve voltar a trazer espasmos de volatilidade aos mercados. Enquanto a percepção dos mercados for de que a inflação é pontual e cíclica, não devemos observar uma mudança de tendência dos mercados. Se houver uma mudança de percepção, de uma inflação mais estrutural e espalhada, com os bancos centrais atrasados no processo de normalização monetária, este pano de fundo pode mudar, para pior, de maneira rápida e acentuada. Este talvez seja o maior risco do cenário internacional hoje.

Por fim, mas não menos importante, há sinais de excessos em preços, “valuations” e posição técnica de alguns nichos de mercado. Gostamos sempre de reforçar que estes vetores, sozinhos, são capazes de gerar volatilidade, acomodação e realização de lucros, mas, dificilmente, sem alteração de cenário, são capazes de alterar as tendências de mercado.

Em suma, ainda vemos uma janela positiva para o mercado internacional, com alguns riscos no horizonte, mas ainda incapazes de alterar a visão construtiva para os ativos de risco.

No Brasil, a grande novidade nas últimas semanas ficou para a melhora nas perspectivas de crescimento da economia. A retomada após a “segunda onda” da pandemia no país tem sido mais rápida, acentuada e, aparentemente, mais sustentável do que o imaginado anteriormente.

Com indicadores de alta frequência mais positivos, indicadores oficiais mais altos do que as expectativas, o mercado saiu rapidamente de uma expectativa de 3,5%-4% para o crescimento do PIB este ano para uma mediana em torno de 5% de crescimento da economia, com alguns já esperando crescimento de 5,5%-6%. Como esclarecimento, os indicadores de alta frequência permitem mensurar a atividade econômica e seus componentes praticamente em tempo real, sendo coletados através de grandes big datas (sistemas inteligentes de bancos de dados), cobrindo informações-chave da economia, como o comportamento do consumidor, dados do mercado de trabalho e da produção industrial.

Um crescimento mais elevado costuma ser um remédio bastante efetivo para vários problemas da economia de um país alavancado como o Brasil. O principal deles, e um dos Calcanhares de Aquiles do país, diz respeito a nossa situação fiscal. Um crescimento mais alto, em um ambiente de inflação mais elevada, eleva o PIB nominal, derrubado as expectativas de Dívida/PIB. Se até pouco tempo atrás existia uma expectativa deste indicador atingir 100% no curto-prazo, agora, há esperanças de o país mantê-lo em torno de 80%. Com mais crescimento, temos mais arrecadação. Com o Teto dos Gastos, temos um gasto controlado e uma perspectiva de melhora de nossas contas públicas.

Esta melhora do crescimento ainda depende, em muito, do processo de vacinação. Nesta frente, também há sinais de melhora no cenário. Nos últimos dias, passamos a vacinar mais de 1mm de pessoas em dias úteis, já atravessamos a marca de cerca de 35% da população com pelo menos 1 dose da vacina.

Exceto por novas variantes, a experiência internacional mostra que quando atingirmos um certo nível de imunização – a nosso ver em torno de 40% da população com 1 dose de vacinas mais eficazes – a situação do sistema de saúde tende a ser normalizar, evitando a necessidade de “lockdowns” ou medidas mais drásticas de isolamento, que são vetores que tendem a prejudicar o crescimento e a economia.

De forma alguma queremos aqui minimizar os desafios que ainda teremos que superar e o imperdoável número excessivo de óbitos que o país vivenciou. Apenas estamos apontando que, olhando para a frente, existem perspectivas que devem ser vistas como mais construtivas pelo mercado em relação à economia e nossos ativos.

Neste ambiente, mesmo após uma descompressão recente de prêmios de risco dos ativos no Brasil, ainda vemos boas oportunidade na bolsa local, não apenas quando olhamos “valuations” absolutos, como quando comparamos nossas ações/empresas com os pares internacionais.

Por sua vez, o mercado de juros vive um momento de fragilidade e incerteza. Geralmente é muito difícil observar um cenário de fechamento de taxas quando o Banco Central está no meio de um ciclo e alta da Taxa Selic. De qualquer modo, para quem tem horizonte de longo-prazo, há boas oportunidades no mercado de juros. Gostamos dos juros reais (NTN-Bs), em especial.

Já o mercado de crédito High Grade – aquelas emissões consideradas de baixo risco de crédito – voltaram a apresentar taxas e spreads muito baixos e pouco atrativos, em nossa opinião. Contudo, vislumbramos boas oportunidade no mercado de crédito High Yield – aquelas emissões consideradas de alto risco de crédito – mas que se bem estruturadas e com boas estruturas de garantias podem render bons retornos, com um risco não tão elevado.

Ainda acreditamos na necessidade do investidor local diversificar suas alocações em fundos e ativos internacionais, visando retirar um pouco do “Risco Brasil” de seus portfólios. Por mais que estejamos mais construtivos com o curto-prazo, é extremamente prudente e recomendável ter alocações diversificadas regionalmente em nossos portfólios.

O ano ainda nos reserva muitas surpresas, mas há sinais de que parte dos problemas dos últimos meses começam a ser superados.

## Temas de Investimento

As últimas semanas foram marcadas por forte abertura de taxa de juros no Brasil, devido ao cenário inflacionário e a postura mais dura do Banco Central em termos de política monetária. Além disso, a proposta da Reforma Tributária levou a forte queda dos Fundos de Investimento Imobiliários (FII's).

Assim, estamos elevando nossa recomendação de alocação nesta classe, pois acreditamos que a queda de preço e os novos "yields" já são compatíveis com os riscos que vislumbramos no cenário e adicionam um carregamento interessante aos portfólios, assim como algum potencial de ganho de capital.

No mercado de juros, estamos mantendo uma alocação levemente acima da média, por acreditar que o mercado já embute prêmio de risco adequado para a situação do país e um carregamento atrativo para as carteiras.

### PROTEÇÕES

Ao longo do mês, voltamos a estruturar operações de proteção no mercado derivativo de Ibovespa e de Câmbio, com estruturas com vencimentos para o final do ano, 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. 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 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, 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, assim como este primeiro semestre de 2021, a importância da boa seleção de gestores para o mercado de ações.

### 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/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)

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. Como dito acima, depois do anúncio da Reforma Tributária a classe perdeu muito valor e se encontra em patamares convidativos mais uma vez. Recomendamos aumentar a exposição de forma parcimoniosa.

