

## SUMÁRIO

### MUNDO

Ensaçando uma reabertura.

### MERCADO

Mais um mês de recuperação.

### BRASIL

Mercados recuperando, mas muita incerteza.

## *Climbing The Wall of Worry*

*"O muro de preocupação (wall of worry) é a tendência periódica dos mercados financeiros a superar uma série de fatores negativos e continuar subindo. Geralmente, a barreira da preocupação é usada em conexão com as bolsas de valores, referindo-se à resiliência delas ao encontrar um obstáculo temporário, em vez de um impedimento permanente ao avanço do mercado."*

Maio foi mais um mês de recuperação dos mercados. Uma mistura de liquidez global abundante, medidas agressivas por parte dos bancos centrais e pacotes fiscais de somas vultosas ajudaram a dar sustentação aos preços, a despeito da crise econômica profunda e das enormes incertezas do cenário prospectivo.



Não há grandes mudanças no cenário corrente. Vemos a Ásia/China, o primeiro bloco econômico a sofrer os impactos do contágio, avançarem em seu processo de reabertura para um "novo normal". A retomada tem sido desigual entre os setores econômicos e tortuosa para alguns países da região. Novos casos da doença forçam a manutenção de regras rígidas de distanciamento social e, em alguns casos, a adoção de "quarentenas" pontuais e localizadas.

A Europa iniciou sua reabertura ao longo do mês, até aqui bem sucedida. De qualquer forma, a mesma heterogeneidade da recuperação é vista neste bloco econômico. Os setores industriais, imobiliário e de infraestrutura tendem a mostrar recuperação mais rápida e acentuada do que os setores de serviços.

Nos EUA e no Brasil, devido às dimensões continentais, o contágio tem afetado cada região de maneira diferente. Infelizmente, ainda não chegamos ao pico do ciclo de contágio no Brasil, o que é previsto para o decorrer do mês de junho.

Por ora, estaremos reféns do vírus e dos efeitos secundários da crise econômica. O desenvolvimento nestas frentes será fundamental para a dinâmica de curto-prazo dos mercados.

No Brasil, o cenário político segue nos holofotes. Vimos uma aproximação entre o Executivo e o Legislativo, mas um ambiente ainda conflituoso entre o Executivo e o Judiciário. Vimos um arrefecimento no risco político, mas provavelmente teremos que nos acostumar com um ambiente de "conflito" e "combate" entre os poderes, enquanto durar este Governo, o que poderá ser sentido, também, em manifestações.

No cenário internacional, a crise econômica e o vírus aumentaram a tensão entre a China e os EUA. Este é um grande risco que precisará ser monitorado de perto nos próximos meses.

Seguimos com uma visão de ceticismo. Por um lado, não podemos menosprezar os riscos do cenário. Precisamos ser humildes em reconhecer as incertezas que nos cercam. Por outro lado, toda crise traz oportunidades. Empresas e setores sairão fortalecidos, enquanto outras não sobreviverão. Neste ambiente, muitas vezes, oportunidades únicas surgem no cenário. Precisamos estar prontos para aproveitá-las.

### Temas de Investimento

**Liquidez:** Estamos mantendo uma liquidez mais elevada nas carteiras, 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. Dada 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 - Brasil:** Estamos mantendo uma pequena alocação nessa classe, sem promover grandes alterações. Trocamos 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, estamos mantendo uma recomendação de pequena alocação nessa classe, sem promover grandes alterações. Elevamos essa recomendação de alocação ao longo do mês de março, através de gestores ativos e que buscam retorno absoluto. Desde então, vimos uma acomodação do mercado. Ainda vemos prêmios que justificam manter parte das alocações.

**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, seguimos com postura de aumentar as recomendações de alocações nessa classe, vis-à-vis o que conseguimos vislumbrar de riscos ajustado ao retorno prospectivo. Estamos fazendo isso em gestores ativos, buscando diversificar regionalmente as exposições entre EUA, Europa e Emergentes. Em alguns casos, existem papéis ao nosso ver mais defensivos e de duration baixa, que entendemos como atrativos para carregar nas carteiras.

**Multimercados Macro:** Na nossa visão, um Brasil de CDI muito baixo tornará a vida dos gestores que cobram 2% de taxa de administração e concentram suas operações em ativos do Brasil muito difícil. Além disso, esses gestores, historicamente e na média, apresentam um “beta” grande com os ativos locais. Isso não traz diversificação de portfólio, mas sim concentração. Assim estamos reduzindo os multimercados macro em prol de outras classes de ativos mais desconectadas.

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)			●		

Na parcela internacional, estamos buscando elevar a recomendação de alocação nesta classe de maneira mais ativa, porém parcimoniosa. Buscamos recomendar fundos que conseguem ser geradores de “alpha”, com menor “beta” aos ativos de risco. Vemos uma dispersão grande de desempenho entre as estratégias e os fundos, o que torna a seleção de gestores extremamente importante.

Temos buscado recomendar fundos multi-ativos/multi-gestores, fundos long-short, fundos long-bias, fundos quantitativos entre outros.

Acreditamos 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 dificultada no “bull market” de 2009 a 2019 devido ao excesso de liquidez e a distorção de preços que isso acarretou.

**Multimercados Equity Hedge:** Estamos promovendo uma redução desta classe para aumentar a parcela de fundos Long-Bias. Nestes níveis do mercado de ações, acreditamos que é nesta classe que estão as melhores oportunidades quando avaliamos o retorno ajustado ao risco.

**Multimercados “Outros”:** Seguimos em busca de gestores ativos que procuram gerar “alpha” com consistência e sem muito “beta” com os ativos de risco em geral, em especial, aos ativos locais.

**Corporate Bonds (feeders locais):** O mercado de crédito privado em dólares nos EUA foi um dos que mais sofreu com a crise atual. Agora, passado o auge da crise, vemos enormes oportunidades de alocação em títulos de empresas da América Latina – porém concentrados em Brasil – com yields elevados e com risco de crédito relativamente baixo. Estamos adicionando uma alocação nesta classe, onde vemos retornos que podem chegar a dois dígitos em termos anualizados.

**Renda Variável/Ações:** Estamos mantendo a alocação atual, que foi ajustada à medida que o mercado foi caindo no final do primeiro trimestre deste ano. Contudo, estamos elevando a alocação em fundos Long-Bias que, por mandato, podem (e devem) se proteger em momentos de maior volatilidade e incerteza.

Continuamos a ver grandes oportunidades de rentabilidade no mercado de renda variável local nos atuais níveis. Entendemos que o cenário seja desafiador, mas fazendo a devida seleção de fundos e gestores, conseguiremos ter retornos consistentes e positivos nesta classe ao longo do tempo.

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.

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

Assim, estamos com viés de elevar as recomendações de alocação nessa classe em eventuais quedas do mercado, priorizando fundos “ativos” e de “valor”, com histórico comprovado e longo de performance em todos os ambientes de mercado.

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