

Sumário

MUNDO

Inflação e nova variante do Covid requerem atenção.

MERCADO

Mês difícil para os ativos de risco globais.

BRASIL

Muitos desafios por vir.

Adeus Ano Velho, Feliz Ano Novo

“As pessoas felizes lembram o passado com gratidão, alegram-se com o presente e encaram o futuro sem medo.”

Epicuro

Estamos caminhando para o final do ano de 2021. Esta é a época do ano em que gostamos de rever o que se passou e o que podemos esperar pela frente.

No Brasil, o ano de 2021 foi um ano de enormes desafios. Devemos encerrar o ano com um crescimento do PIB na ordem de 5%; uma inflação medida pelo IPCA acima de 10%; uma taxa de desemprego acima de 12%; uma melhora expressiva do quadro fiscal e sem grandes surpresas negativas das contas externas.

A alta da inflação levou o Banco Central (BCB) a promover um processo inadiável de aumento das taxas de juros que já levou a Taxa Selic de 2% para 7,75%aa. A expectativa é de que a Selic siga subindo, para patamares superiores a 10% e mais próximos a 12% no começo de 2022.

A despeito do crescimento do PIB, aparenta um quadro relativamente positivo da economia, assim como a melhora do quadro fiscal. Vale lembrar que em ambos os casos viemos de bases muito fragilizadas pela pandemia. Além disso, no caso do PIB, o impulso fiscal do Auxílio Emergencial foi fundamental para a sustentação de uma taxa mais elevada de crescimento.

A alta da inflação e do desemprego são vetores de preocupação, que já se mostram como relevantes entraves (ou restrições) para o bom andamento da economia no curto-prazo. Este pano de fundo coloca enorme pressão no cenário prospectivo.

Os dados correntes de atividade econômica e confiança apontam para uma desaceleração importante do crescimento econômico. A alta taxa de desemprego, a inflação elevada, os juros mais altos, a incerteza fiscal e política, somados ao fim do Auxílio Emergencial são vetores que ajudam a explicar essa desaceleração do crescimento.

Diante deste ambiente, devemos entrar em 2022 com um quadro muito mais desafiador. Há expectativas (talvez esperanças) de que a inflação recue para algo em torno de 5,0%-5,5%; o crescimento do PIB deverá apresentar apenas um módico crescimento (isso se conseguir crescer); a taxa de juros deve atingir o patamar de dois dígitos (e se manter elevada por um tempo relevante); o quadro fiscal irá depender mecanicamente das pressões políticas (em um ano eleitoral) e a taxa de desemprego deve recuar muito lentamente, em um ambiente de inflação ainda alta e crescimento mais baixo.

Em 2022, teremos uma eleição presidencial. Acredito que seja muito cedo na corrida eleitoral para tecer qualquer comentário ou análise da situação, mas certamente será um tema que iremos retomar a exaustão a partir do segundo trimestre do próximo ano.

Em linhas gerais, estamos caminhando para encerrar 2021 em uma situação muito mais delicada do que imaginávamos em termos econômicos. Contudo, nem tudo é negativo. O país conseguiu avançar ferozmente em seu processo de vacinação, o que tem ajudado a controlar a pandemia e traz um ar de normalidade à sociedade.

Ao longo do ano, voltaremos a abordar temas de maneira mais profunda e específica, à medida que o cenário for se desenvolvendo.

No cenário internacional, uma Nova Variante do Covid-19 foi descoberta na África do Sul, com algumas mutações em uma proteína específica que levaram a comunidade médica a alertar ao mundo do potencial de contágio global.

Ainda é muito cedo para termos uma visão mais clara da situação. O que sabemos até o momento é que a Variante parece ser mais contagiosa; não parece ser mais agressiva; ainda há dúvida sobre o escape imune das vacinas ou das pessoas anteriormente contaminadas.

Alguns países anunciaram medidas mais drásticas de contenção da disseminação do vírus, como fechamento total de suas fronteiras; quarentenas para viajantes; obrigatoriedade de vacinas; entre outras medidas.

No curto-prazo, devemos ter algum impacto negativo no crescimento global e mais pressões altistas na inflação, mas, reforçamos que ainda é muito cedo para termos uma opinião formada sobre a magnitude, duração e velocidade deste impacto.

O mundo caminha para 2022 com uma questão inflacionária ainda não endereçada. Vemos pressões altistas na inflação ao redor do mundo, o que tem levado diversos bancos centrais a um processo de normalização monetária, ou retirada de estímulos.

Neste momento, julgamos que o cenário central seja de continuidade desses movimentos, ou seja, inflação ainda elevada e continuidade dos movimentos de aperto de liquidez.

Algumas regiões do mundo apresentam desaceleração do crescimento, como é o caso da Europa e da China. Na Europa, uma nova onda da pandemia já assolava a região mesmo antes da nova

Variante. Há expectativas de alguma estabilização do crescimento, mas os riscos vêm aumentando a cada dia.

Na China, esperamos um crescimento mais baixo por mais tempo. O país ainda terá que lidar, em 2022, com problemas não solucionados no mercado imobiliário e no mercado de crédito. A inflação não é um problema no país, mas o crescimento é um vetor de preocupação crescente.

Nos EUA, o crescimento ainda se mostra robusto, mas a elevada inflação deverá se impor, forçando o Banco Central a acelerar o seu processo de normalização monetária (na ausência de uma nova onda mais forte da pandemia).

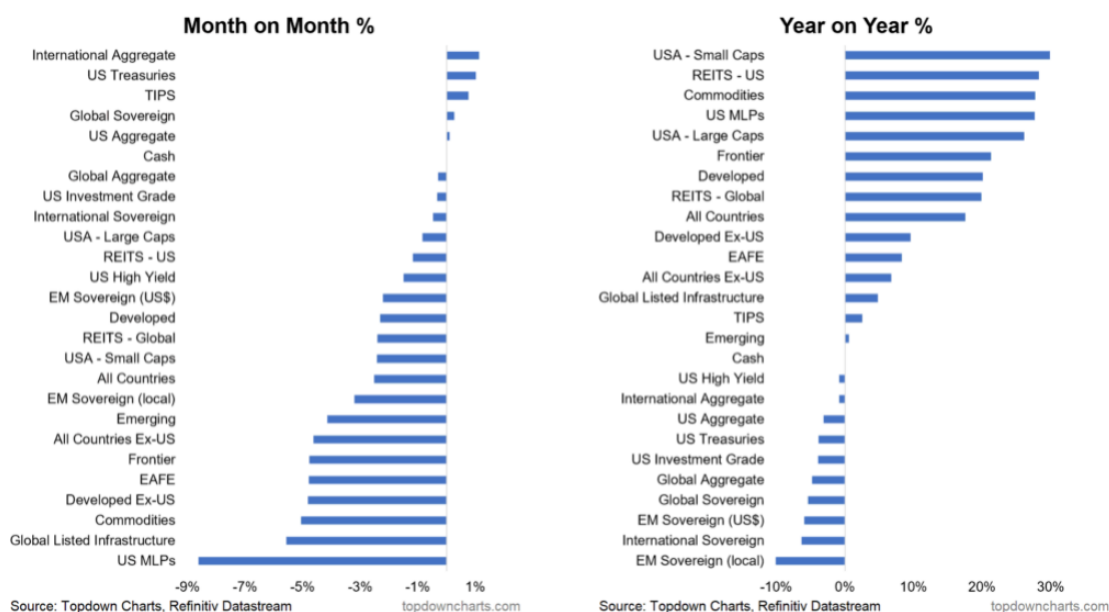
Continuamos esperando problemas idiossincráticos para alguns países emergentes, pares do Brasil, como é o caso de Turquia, Argentina e Venezuela, apenas para citar alguns.

Em suma, se antes víamos “ventos a favor” das economias e para os mercados, na forma de uma inflação baixa, uma pandemia controlada, uma liquidez global abundante e uma China que atuava como um importante motor do crescimento global, hoje “sentimos” que estes ventos pararam de “soprar”. Ainda não nos parece que estamos diante de “ventos contrários” no cenário externo, mas sem dúvidas existem “brisas” mais frias que demandam uma atenção diferenciada.

Temas de Investimento

O mês de novembro foi marcado por um desempenho, no geral, negativo para as bolsas globais e para as commodities, em especial o Petróleo. O mercado de renda fixa apresentou volatilidade, mas retornos módicos no mês.

Quando olhamos para os retornos no ano, vemos um bom desempenho das bolsas nos países desenvolvidos, mas forte pressão nos ativos de renda fixa. O Brasil, classificado como um país emergente, é um dos destaques negativos de retorno em renda variável no ano.



Em novembro, zeramos nossas proteções em Ibovespa que haviam sido implementadas em junho. Auferimos ganhos, nesta alocação, na ordem de 3,5x a 4,5x o capital investido, a depender do portfólio.

A estratégia ajudou a defender parte das perdas que vem sendo verificadas nos demais mercados locais, como juros e ações. Uma vez mais, a postura de comprar “seguros” em momentos de bonança se mostrou acertada.

Este mês, salvo o descrito acima e uma maior preocupação com juros soberanos do mundo desenvolvido, não estamos fazendo alterações relevantes em nossos portfólios.

PROTEÇÕES

Ao longo do mês de junho, voltamos a estruturar operações de proteção no mercado derivativo de Ibovespa e de Câmbio, com estruturas com vencimentos para o final do ano e com perdas limitadas.

Diante da queda do Ibovespa nas últimas semanas, reduzimos metade de nossas proteções de Ibovespa dos portfólios que detinham essas alocações.

Em junho estruturamos Put-Spreads (PS), também chamadas de “trava de baixa” de Ibovespa, com vencimento em dezembro de 2021 e nos strikes (preços de exercício) de 110.000 e 105.000 ao valor de 640pts. Estamos reduzindo metade da posição, ao preço em torno de 2.400pts. O ganho máximo dessa operação é de 5.000pts, caso o mercado feche em dezembro abaixo de 105.000.

Seguimos alocados em calls (opções de compra) de dólar, com vencimento em janeiro 2022 e strike de 5.50. Além disso, mantemos metade das alocações nas opções de Ibovespa.

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 no 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 uma diversificação entre as subclasses dessa classe. Gostamos de fundos mais diversificados e que visam “alpha” (lucros acima do esperado) ao invés de “beta” (comparado ao comportamento do mercado) 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, conforme introdução desta seção. Seguimos mais alocados em gestores ativos e de valor. O ano atual vem mostrando, mais uma vez, a importância da boa seleção de gestores para o mercado de ações.

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.

