

## Sumário

### **MUNDO**

Inflação, China e Crescimento são os pontos de atenção.

### **MERCADO**

Dicotomia grande entre a boa performance do mercado externo, enquanto sofremos bastante por aqui.

### **BRASIL**

Inflação e ameaças ao teto de gastos deram o tom mais negativo.

## Adversidades

"A verdadeira medida de um homem não é como ele se comporta em momentos de conforto e conveniência, mas como ele se mantém em tempos de controvérsia e desafio."  
Martin Luther King

Nos últimos meses utilizamos este espaço para chamar a atenção aos riscos que se desenvolviam nos cenários locais e externos. Outubro, infelizmente, foi marcado pela aceleração (e, talvez, concretização) de alguns dos riscos internos, aliados a deterioração dos riscos internacionais.

Começamos pelo Brasil. No campo inflacionário, a esperada acomodação da inflação não aconteceu. Os números acabaram mostrando um cenário de inflação alta, acima das expectativas (do mercado e do BCB) e cada vez mais espalhada em itens mais permanentes do que transitórios.

Do ponto de vista de crescimento, os dados correntes mostram alguma acomodação, mas ainda sem uma confirmação ou sinal claro de uma desaceleração mais aguda.



Aliada a inflação, os desenvolvimentos fiscais foram os mais negativos (para não dizer assustadores) para os fundamentos do país ao longo do mês. Após uma enorme pressão política, uma parte da equipe econômica cedeu aos anseios políticos por mais gastos (a outra parte da equipe técnica acabou pedindo exoneração), encontrando um caminho para contornar o Teto dos Gastos.

De maneira resumida, o Teto dos Gastos foi um mecanismo criado para disciplinar a classe política e ajudar a educá-la em como promover gastos dentro de suas possibilidades, ou seja, que sejam compatíveis com suas receitas e o seu nível de endividamento.

Qualquer medida na direção de alterar esse mecanismo, mesmo que de maneira constitucional, cria um precedente, uma jurisprudência que, na visão dos economistas e do mercado, é extremamente deletéria para os fundamentos do país. Dentro deste arcabouço, especula-se, inclusive, que podemos estar diante de uma mudança de regime fiscal, de volta aos idos dos anos de 2010 a 2015, em que o país vivenciou momentos bastante conturbados, de crescimento baixo e inflação elevada.

A reação à escolha por este caminho foi quase que imediata. Observamos uma rodada de revisões baixistas para o crescimento de 2022, ao mesmo tempo em que revisões para cima da inflação ocorriam. Nos mercados, vivenciamos forte queda da bolsa, alta do dólar e abertura das taxas de juros.

Estes movimentos criam um “efeito bola de neve”, em que eventuais impactos positivos de curto-prazo na atividade econômica, são rapidamente compensados pelos enormes impactos negativos e estruturais de juros mais elevados e condições financeiras mais contracionistas.

Encerramos o mês de outubro em um ambiente de enorme incerteza, sem que este tema tenha sido endereçado. As pressões políticas continuam intensas e, neste momento, vislumbramos que este ambiente deve perdurar até as eleições do ano que vem.

No cenário internacional, três temas merecem atenção. Primeiro, o tema “Inflação” voltou definitivamente à pauta, com dados acima das expectativas e mostrando aceleração da inflação em grande parte do mundo. Este pano de fundo levou a uma mudança de postura por parte de alguns bancos centrais e mudança de sinalização, por parte de outros bancos centrais.

Se, antes, existia um discurso em uníssono de que a inflação era transitória e não necessitava de atuação, agora, alguns bancos centrais optam por sinalizar para a necessidade de uma atuação mais intempestiva (caso do Reino Unido), outros países optaram por sinalizar para o começo de um processo de redução do QE\* (caso dos EUA e Área do Euro) e, por fim, alguns outros simplesmente deixam de “defender” certos patamares de taxas de juros de mercado (como na Austrália).

Este pano de fundo levou a uma forte abertura de taxa de juros ao redor do mundo, mais concentrada nas partes curtas da curva. Não vimos sinais de contágio generalizado para outros mercados, mas alguns movimentos podem ser vistos “por debaixo da superfície”.

Segundo os números provenientes da China, confirmaram uma desaceleração do crescimento do país. Os dados de alta frequência mostram que a pressão negativa na economia continua, sem sinais de arrefecimento. O mercado imobiliário parece “congelado”. Os “policy makers” adotaram postura mais proativa na última metade do mês, mas apenas de maneira pontual, localizada e ainda tímida. Não parece haver disposição para uma atuação mais agressiva e generalizada como ocorreu em 2008, 2011-12, 2015-16 e na pandemia no ano passado.

*QE\*: quantitative easing ou flexibilização quantitativa é uma estratégia de estímulo monetário utilizada pelo banco central de um país.*

Vimos mais 3 empresas do mercado imobiliário anunciarem o não pagamento de suas obrigações. Para completar, o país convive com uma crise energética que gera apagões e racionamentos pontuais e localizados. A política de “Covid Zero” ainda gera enormes transtornos à economia, pois o país fecha certas localidades a qualquer sinal de um novo ciclo pandêmico.

Finalmente, uma acomodação do crescimento econômico global era esperada após a recuperação em “V” verificada após a pandemia do ano passado. Somada a desaceleração da China, há sinais mais concretos de desaceleração do crescimento na Europa e em alguns países emergentes. Por ora, a exceto da China, ainda não vemos motivos maiores para preocupação nesta frente. Contudo, a velocidade, magnitude e duração dessa desaceleração será fundamental para medirmos a saúde da economia global nas próximas semanas.

Fechamos o mês acreditando que os antes “ventos a favor” do cenário externo deixaram de soprar, mas ainda não está claro que estamos diante de “ventos contrários”. No cenário local, na ausência de uma mudança radical de postura política, há clara e inegável piora nos fundamentos do país. Nunca é tarde para voltar atrás e reverter situações dramáticas. Seguimos rezando pelo melhor, mas preparados para os desafios.

## Temas de Investimento

Diante da recente deterioração do cenário local e do cenário externo, na metade do mês rebaixamos nossa recomendação de bolsa no Brasil de (+1) para (0). Como nossa exposição caiu organicamente com a queda recente do mercado, isso implica apenas em não fazer novas alocações nos atuais preços, mas não reduzir a exposição atual.

Vale lembrar que no meio da pandemia de 2020, mantivemos alocações em (+1) e isso implicou em um programa de compra de ações, à medida que o Ibovespa caía de 115.000 para 70.000 pontos. Agora, não faremos este ajuste.

Na nossa visão, oportunidades já foram criadas no mercado de renda variável nos últimos meses, em empresas cujos seus negócios não serão afetados de forma proporcional a queda já observada no preço de suas ações. Por isso, mantemos uma alocação “neutra” e não “abaixo da média”.

Acreditamos que bons gestores de renda variável serão capazes de entregar retornos satisfatórios, nos atuais níveis de preço, em horizontes mais longos de tempo.

Todavia, o cenário macro é um foco crescente de preocupação, tanto no âmbito local quanto no âmbito externo.

Diante do exposto, e frente às oportunidades que nos parecem mais atrativas no mercado de crédito privado “high yield” e no mercado de ativos ilíquidos, como Special Situations, Private Equity, Venture Capital e Private Debt, estamos optando por não ajustar a alocação em renda variável em prol de alocação em classes que nos parecem mais atrativas no momento.

## 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 das nossas proteções de Ibovespa dos portfólios que detinham essas alocações.

Em junho estruturamos Put-Spreads (PS) de Ibovespa, com vencimento em dezembro de 2021 e nos strikes 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 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” ao invés de “beta” 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.



