

SUMÁRIO

MUNDO

Volatilidade volta a aparecer.

MERCADO

Quedas nas principais bolsas.

BRASIL

Seguimos reféns do fiscal e da política.

Turbulência à frente

*"Para o investidor que sabe o que está fazendo, a volatilidade cria oportunidades."
(John Train)*

Em setembro estamos completando cerca de 6 meses do auge da pandemia. Não teria momento melhor do que este para fazer uma atualização de cenário, do que esperar pela frente e como tentar posicionar os portfólios para os desafios vindouros.

Acreditamos que em meados de agosto entramos na terceira fase dos três mini ciclos econômicos que estamos vivendo desde o início deste ano.

Na primeira fase do ciclo, tivemos a parada brusca da economia, seguida por rápida e acentuada queda dos mercados financeiros globais. Foi nesta fase que o mundo parou, com diversos países adotando "lockdowns" agressivos e generalizados, com o intuito de combater uma pandemia ainda pouco conhecida.

Na segunda fase do ciclo, observamos uma recuperação em formato de "V", não apenas dos mercados, como em vários setores da economia. A atuação contundente e agressiva dos bancos centrais e dos governos, a expectativa de reabertura econômica, assim como a esperança de uma vacina e/ou um protocolo robusto de tratamento para o Covid-19 ajudaram a dar ímpeto e sustentação a essa fase do ciclo.

Desde meados de agosto, contudo, nossa visão é de que entramos na fase do ciclo em que a recuperação se mostra mais errática e heterogênea entre os setores da economia e as regiões do mundo. Os dados econômicos divulgados nas últimas duas semanas já confirmam essa tese.

Nesta fase, não temos necessariamente um cenário negativo, mas um ambiente de maior incerteza, que pode trazer mais volatilidade e, eventualmente, acomodações ou correções em algumas classes de ativos.

Em especial, o investidor sempre precisa analisar o que está precificado nos ativos vis-à-vis o cenário que está se concretizando no dia a dia.

O que vimos de final de março ao final de agosto foi uma alta (uma recuperação) rápida, acentuada, marcada por poucas e modestas realizações de lucro ao longo do caminho. Vimos índices de bolsa, como a Nasdaq, nos EUA, subirem quase 80% dos pisos da pandemia, em movimentos "parabólicos" e unidirecionais.

Não é nosso intuito, neste momento, questionar o mérito desses movimentos, nem mesmo sua velocidade e magnitude. Deixaremos este debate para uma outra oportunidade.

A ideia aqui é mostrar que ao longo desses últimos meses, "o mercado" precificou um cenário de recuperação econômica e saída da crise, com concomitante piora na posição técnica e no risco x retorno de várias classes de ativos.

O que estamos observando nas últimas semanas é um movimento (até agora) normal, natural e, até mesmo, esperado, de acomodação ou realização de lucros.





O que não era normal era uma alta da magnitude e velocidade, praticamente sem volatilidade, como vimos de abril a agosto.

Nosso desafio é (e sempre será) separar “o ruído do sinal”, ou seja, o que é um movimento pontual e técnico, de uma mudança estrutural de direção e/ou cenário.

Neste momento, ainda vemos a correção recente como pontual. Diante do movimento dos últimos meses, do nível de preços e valuations, e dos riscos que existem no cenário, não descartamos correções adicionais nos próximos meses.

Em nosso cenário base, teremos um final de ano de bastante incerteza e, consequentemente, de volatilidade, mas sem grandes movimentos direcionais ou tendências de mercado.

Do lado positivo, vemos uma recuperação econômica ainda saudável, a despeito de alguma acomodação recente; uma liquidez global abundante; e a expectativa de que a pandemia seja controlada, ou via protocolos mais robustos de tratamento, ou através de uma vacina.

Do lado negativo, temos uma posição técnica menos saudável; preços e valuations “esticados”; o risco da ausência de um novo pacote fiscal nos EUA; uma eleição americana indefinida; uma nova onda de contaminação do Covid-19 e sinais de arrefecimento na recuperação econômica de alguns países.

No curto-prazo, nossa preocupação se concentra na necessidade de extensão dos auxílios emergenciais nos EUA. Na ausência de um novo pacote fiscal, o país pode passar por graves problemas de crescimento em um curto espaço de tempo.

A incerteza das eleições americanas também preocupa, dado as enormes diferenças nas plataformas econômicas dos dois candidatos.

Finalmente, a segunda onda da pandemia começa a afetar o crescimento de algumas regiões do mundo de maneira mais profunda nas últimas semanas.

Neste último caso, os protocolos de tratamento são mais robustos hoje do que no começo do ano. Os protocolos de prevenção parecem mais robustos e o sistema de saúde parece estar mais bem preparado para lidar com novos ciclos de infecção.

No Brasil, se não bastasse a pandemia, e parafraseando o Banco Central, “o mercado é apenas passageiro, o fiscal é o piloto”. Em linhas gerais, o mercado espera uma definição de qual caminho o país irá tomar no tocante as reformas econômicas, conforme escrevemos anteriormente.

A despeito das incertezas e da expectativa de volatilidade, são nesses momentos que grandes oportunidades costumam surgir quando falamos de investimentos. No longo-prazo, seguimos otimistas que a sociedade conseguirá superar mais esses desafios.

Falar aqui que precisamos ter portfólios balanceados e uma seleção de fundos e gestores que tenha governança, transparência e diligência é cair no senso comum. Quem investe há muito tempo, ou trabalha com investimentos, sabe que essa é a lição número um de qualquer livro de finanças.

O grande desafio está na execução desta estratégia. É aqui onde conseguimos diferenciar um trabalho bem feito, diligente, profundo e eficiente.

O cenário que vislumbramos para os próximos meses é um cenário de enormes desafios, mas onde grandes oportunidades também irão emergir. Neste ambiente e em um Brasil de juros baixos, nunca foi tão importante uma análise holística do cenário econômico, uma acertada seleção de ativos e uma diligente seleção de fundos e gestores.

Temas de Investimento

Proteções: Com a volatilidade das últimas semanas os seguros que viemos adicionando nos últimos meses começam a ganhar algum valor. Como já dissemos anteriormente, a ideia é não precisar destas proteções, mas elas podem ser fundamentais, como foram no começo do ano, para proteger os portfólios em momentos de eventuais stress de mercado.

Seguimos vendo 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.

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)			●		

Mantemos nossa alocação acima da média nas bolsas locais, porém com proteções. Sendo essa alocação voltada para fundos mais “ativos” e de “valor”, que costumam saber navegar melhor momentos de diferenciação entre setores e empresas, como o que estamos vivendo.

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.

No entanto, tivemos um efeito raro esse mês de setembro, em que as LFTs e fundos DI tiveram retorno negativo. Acreditamos ser algo pontual e que deve se normalizar em breve, mas as carteiras terão esse impacto.

Renda Fixa: Nos níveis de preço atuais, também voltamos a adicionar posições, ainda pequenas, em NTN-Bs longas. Juros reais acima de 4,25% ao ano começa a nos parecer interessante.

Crédito High Grade: Seguimos vendo fechamento de spreads e taxas nos últimos meses, mas ainda temos carregos interessante nesta classe.

Estamos mantendo uma pequena alocação na 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, 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, neste momento.

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, dada a assimetria 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: 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.

Seguimos buscando gestores dessa classe que mostrem capacidade de decorrelação com a indústria e com 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.

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” (excesso de retorno), 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-biased, 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 dificultado no “bull market” de 2009 a 2019 devido ao excesso de liquidez e a distorção de preços que isso acarretou.

Renda Variável/Ações: Fizemos algumas adições pontuais de alocação, aproveitando o nível atual de preços. 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, após uma rápida desvalorização em relação ao pico, voltamos a adicionar alguma alocação em bolsa americana. Seguimos 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: Adicionamos 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.

Essa alocação se dá via um produto (com acesso local e offshore) que aloca 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. Este fundo já está investido na grande maioria dos nossos fundos exclusivos há alguns meses.

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.

Nestes casos, 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.