

SUMÁRIO

MUNDO

Vacinação mais avançada e juros subindo.

MERCADO

Volatilidade segue alta.

BRASIL

Pandemia e político voltaram a piorar.

Ainda estamos dançando?

“Quando a música parar, em termos de liquidez, as coisas ficarão complicadas. Mas, enquanto a música estiver tocando, você tem que se levantar e dançar. Ainda estamos dançando.”

(Chuck Prince, ex-CEO do Citigroup em 2008, tradução nossa)

Utilizamos este espaço em dezembro para fazer um apanhado geral do que seria nossa expectativa para o cenário perspectivo para o Brasil e para o mundo, especialmente em 2021.

Agora, em fevereiro, o momento é de entender em que passo estamos daquele cenário que tentamos desenhar em dezembro de 2020 e quais são as novas variáveis que podem vir a alterar aquele cenário base.

Comecemos pelo pano de fundo internacional, para depois nos aprofundarmos nos últimos e importantes eventos no Brasil.

O principal vetor de direcionamento do cenário, desde o ano passado, tem sido a pandemia. A pandemia afetou o mundo em ciclos, o primeiro em fevereiro-março de 2020, o segundo em junho-julho e, o que podemos chamar de “terceira onda” assola o mundo desde outubro de 2020 até agora.

O que temos visto nas últimas semanas é um substancial arrefecimento desta “terceira onda”, ou deste ciclo, em especial nos EUA e na Europa. A Ásia já vinha em uma condição muito mais controlada da pandemia, enquanto os países emergentes ainda mostram um cenário heterogêneo em relação à crise de saúde.

Alguns fatores explicam essa queda no número de novos casos, no número de óbitos e de internações, como: a própria característica de ciclo de uma pandemia provocada por um vírus; um processo de vacinação que ganha tração no mundo desenvolvido; medidas mais duras de controle do vírus, como “lockdowns”, uso obrigatório de máscaras, entre outros.

O controle do vírus é importante, pois irá ditar o ritmo da reabertura econômica e, consequentemente, a velocidade, duração e qualidade da recuperação econômica global. Além da pandemia, ou por causa dela, ainda vivemos em um ambiente de liquidez global abundante, promovida por políticas monetárias extremamente expansionistas e ainda convivemos com pacotes de incentivos fiscais bastante agressivos. Estes vetores têm sido importantes pilares de sustentação da economia mundial.

Assim, temos um alinhamento quase que perfeito de expectativa de normalização econômica e social com a pandemia sendo controlada no curto-prazo e as vacinas ganhando tração para endereçar estruturalmente a pandemia. Isso ocorre em um pano de fundo de liquidez abundante, suporte fiscal e, por ora, sem inflação.

Diante disso, continuamos a trabalhar com um cenário base construtivo para a recuperação do crescimento ao longo de 2021 o que deveria ser, no geral, também positivo para os ativos de risco. Contudo, alguns riscos ainda precisam ser observados. Primeiro, uma extensão da pandemia, devido a mutação do vírus ou ineficácia das



vacinas. Continuamos a ver este risco como extremamente baixo e improvável. Segundo, seria um sobre aquecimento da economia global, devido ao excesso de estímulos, que levaria a inflação e uma retirada antecipada da liquidez global. Ainda vemos este risco como baixo no curto-prazo, mas ainda assim maior do que o risco da pandemia.

É importante frisar, contudo, que este risco teve sua probabilidade aumentada nos últimos dias, diante dos dados de inflação mais elevados nos EUA e dos números de atividade econômica bastante robustos no país. Mesmo na Europa, ainda em “lockdown”, já vemos sinais de recuperação ou estabilização do crescimento.

Finalmente, ainda estamos atentos e cada vez mais preocupados com a posição técnica, preço e *valuations* de alguns mercados, em especial no âmbito internacional. Estes vetores, por si só, não levam a correções ou inversões de tendências, mas podem ser aceleradores de movimentos negativos.

Em suma, mantemos uma visão construtiva para o cenário econômico global, mas elevamos nosso nível de alerta devido ao crescimento de alguns riscos e a deterioração, ou a piora da relação risco x retorno, de algumas classes de ativos.

Existem diversas formas de se posicionar para este ambiente, tais como: a compra de proteções (“hedges”), a rotação do portfólio para ativos mais defensivos, a redução do portfólio em ativos mais sensíveis a esses vetores descritos acima, entre outros.

Já no Brasil, a pandemia ainda se mostra aguda e perigosa. Ainda não vemos sinais claros e consistentes de controle de curto-prazo ou do fim desta última onda. A situação é bastante heterogênea entre regiões do país, com algumas cidades já em colapso do sistema de saúde e outras mostrando maior controle da situação. Nossa processo de vacinação avança de maneira consistente, mas ainda com uma enorme restrição devido à falta de insumos.

Diante deste quadro, é natural supor que nossa recuperação econômica será mais lenta e, talvez, mais fraca do que em países desenvolvidos, pelo menos até termos um endereçamento mais estrutural da pandemia.

Em um ambiente onde o crescimento econômico já mostra sinais de fragilidade, cresce a pressão para um novo Auxílio Emergencial. O Auxílio é importante e necessário para ajudar os desamparados a atravessar esta tormenta de maneira menos tortuosa, mas precisa ser acompanhado de cortes de outras despesas, devido a um quadro de contas públicas (fiscal) já em seu limite. Se não bastasse todos esses desafios, internos e externos, agora precisamos lidar com uma nova variável, que é a troca do presidente da Petrobrás feita pelo Presidente da República e a sinalização de que outras medidas de cunho intervencionista serão anunciadas.

A troca em si não é um problema. O presidente tem esse direito e essa prerrogativa, mas a forma como a troca está sendo conduzida e os argumentos para tal, ferem a imagem da empresa, como uma empresa de capital misto, além de trazer enormes dúvidas em torno da real agenda deste Governo para o Brasil.

Gosto de olhar o Brasil como um pêndulo. Às vezes o pêndulo vai na direção da Argentina. Às vezes na direção da Suíça. Na maior parte das vezes, nunca “rompe” para nenhum desses lados e sempre encontramos o meio do caminho.

Neste momento, o pêndulo parece estar migrando para um cenário similar a Argentina (ou Venezuela). Os ruídos são enormes e os riscos, por consequência, aumentam exponencialmente.

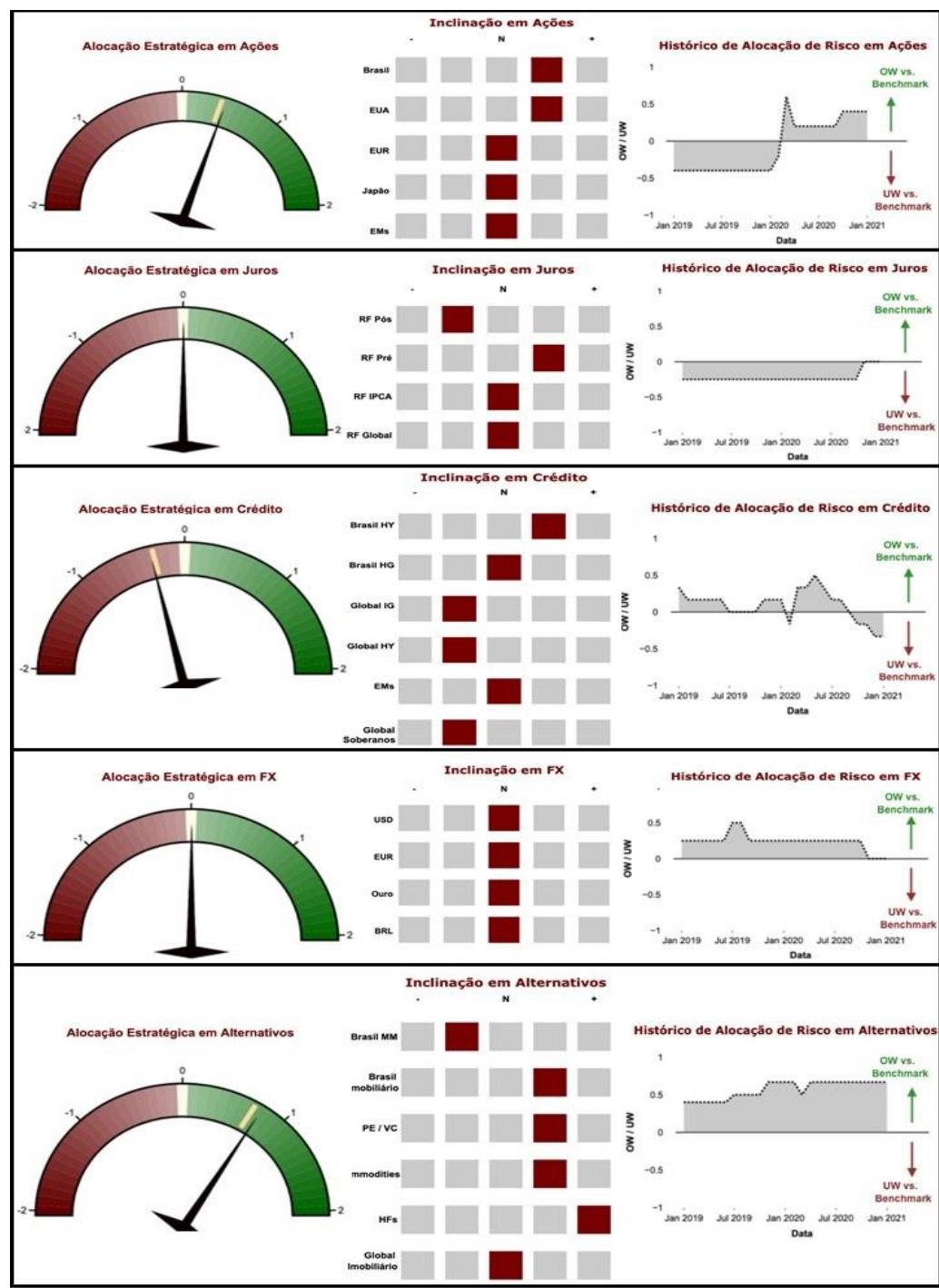
Ainda estamos sendo ajudados por um cenário internacional construtivo, como comentamos no início deste texto. Caso o cenário externo vire, estaremos extremamente

fragilizados e expostos! O mercado não dará mais o benefício da dúvida ao país. A hora de agir é agora.

Temas de Investimento

O desafio em 2021 será estruturar um portfólio capaz de refletir um cenário econômico que nos parece mais construtivo e positivo no longo-prazo – conforme descrevemos acima – mas em que preços, *valuations* e posição técnica se mostram pouco triviais em várias classes de ativos e regiões do mundo.

A postura, por vezes mais tática e oportunista; as proteções; a seleção de fundos e gestores; além da correta alocação por classe de ativos, em cada momento do tempo, serão fundamentais nesta jornada.



Proteções: Ao longo dos últimos meses buscamos estruturas de opções que defendem os portfólios para eventuais pioras no cenário e o que chamamos de “riscos de cauda”. Focamos nossos esforços no mercado de câmbio e bolsa, no último caso, no Brasil e no exterior. Seguimos com estruturas assimétricas nas carteiras, que funcionarão como um “seguro” na eventualidade de uma deterioração rápida e acentuada dos ativos de risco até final do ano.

Liquidez: Nossa liquidez segue em patamares estáveis. Estamos promovendo algumas importantes adequações 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. Optamos por reduzir as alocações nessa 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 atrás.

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 ativos.

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. Achamos que é oportuno o encerramento de parte relevante dessas posições.

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, mais uma vez, comprovando a importância da boa seleção de gestores para o mercado de ações.

Em um ano em que o Ibovespa já apresenta queda acentuada de mais de 7%, vemos uma enorme dispersão de retornos entre os fundos. Estar nos gestores corretos e capazes de gerar valor em qualquer ambiente de mercado nunca foi tão importante.

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.

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. 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.