

3º trimestre de 2022

Carta do Gestor

Short Selling

Contexto e como utilizamos



Sumário Executivo

“A maioria das pessoas bem-sucedidas no mercado são otimistas, e a maioria dessas pessoas fica muito desconfortável quando está na ponta short.” – Robert Wilson

Prezados investidores:

O nosso fundo WHG Global Long Biased BRL acumula uma rentabilidade de +8,3% em 2022 até setembro vs. um MSCI World (ACWI) de -25,6%, e IPCA + Yield IMA-B de +9,3%. Agradecemos a confiança e seguimos buscando combinar performance com preservação de capital neste ano tão turbulento.

Dito isso, é um momento propício para compartilharmos a forma que utilizamos posições *short* no portfólio e nossa visão de cenário.

Esta carta passará pelos seguintes assuntos:

- 1) Contexto macro: normalização
- 2) *Shorts*: funcionamento e utilização
- 3) Exemplos dos nossos *shorts* em 2022
 - *Defensives*: o esconderijo favorito
 - Europa e Reino Unido: ponta frágil na normalização
 - *High-growth*: excessos de *valuation* vs. performance relativa
 - Macro: gestão ativa da exposição líquida
- 4) Conclusão / Cenário

Contexto macro: normalização

Desde o início do ano, temos nos referido a 2022 como o ano da normalização da economia. Após o choque da pandemia em 2020 e o avanço da vacinação em 2021, chegamos ao momento de ajustar os inúmeros desequilíbrios surgidos durante esses dois anos: os gargalos de oferta no mercado de bens, a ampla reorganização do mercado de trabalho global e o expressivo montante de estímulos fiscais e monetários, que se mostrou excessivo. Uma forma de observar tal exagero é por meio do índice de condições financeiras dos EUA (FCI), calculado pela Goldman Sachs, que em dezembro de 2021 alcançou seu menor patamar histórico¹. O subproduto desses fatores, somado ao choque da guerra entre a Rússia e a Ucrânia, gerou a maior e mais ampla surpresa de inflação da história recente. A taxa implícita de inflação de 2 anos nos EUA alcançou níveis próximos a 5%.

Nesse contexto, vimos uma forte reação do FED, que acelerou o ritmo de aperto monetário e sinalizou que levará a taxa básica de juros do país para próximo de 5% até o final do ano (algo inimaginado pelo mercado em jan/22). O aperto necessário das condições financeiras levou ao recuo das expectativas de inflação.

Porém, o processo de normalização tem os seus riscos e suas pontas frágeis. Reproduzindo a máxima de Warren Buffet: “Quando a maré baixa, sabemos quem está nadando nu”.

EUA - Índice de Condições Financeiras¹ vs. inflação implícita de 2 anos

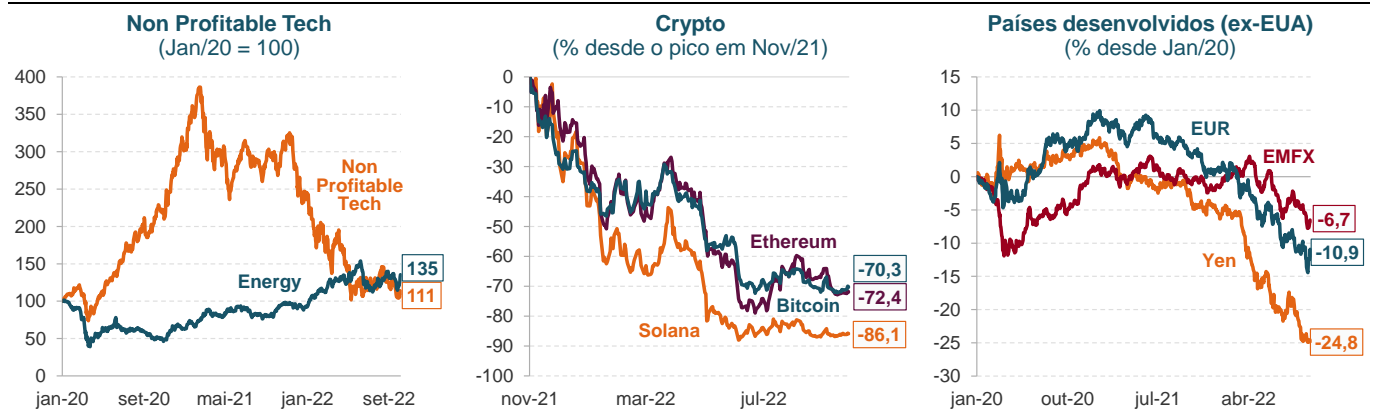


Fonte: Goldman Sachs, Bloomberg, WHG

¹ O Índice de Condições financeiras é uma composição de 5 indicadores (S&P500, Treasury de 10y, Fed Fund Rates, Spread de Crédito e taxa de câmbio multilateral) que busca medir o grau de

liquidez do mercado. Quanto mais baixo o indicador, maior a liquidez existente no sistema.

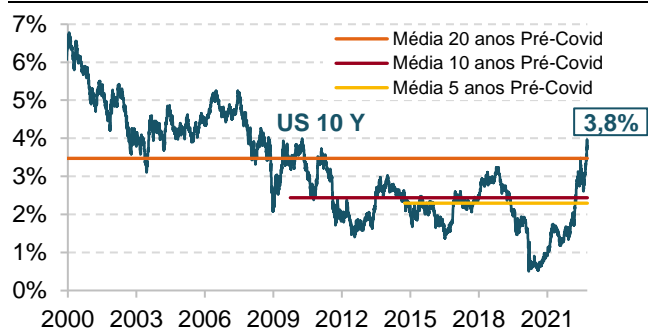
Quem vai ser o LTCM desse ciclo?



Fonte: Bloomberg, WHG

Da mesma forma que tivemos a crise dos países emergentes nos anos 90 e o estouro da bolha tecnológica em 2002 durante ciclos de aperto de juros nos EUA, nos perguntamos: Quem vai ser o LTCM² desse ciclo? Alguns ativos, talvez, não surpreendam, como criptomoedas e ações de tecnologia que não têm lucro (quedas maiores que 70%). Outros, por outro lado, sofreram quedas inesperadas para muitos investidores como as moedas dos principais países desenvolvidos (Yen, Libra Esterlina e o Euro). Quem poderia imaginar que o Reino Unido sofreria uma crise econômica com contornos de países emergentes?

Movimento do juro de 10 anos americano

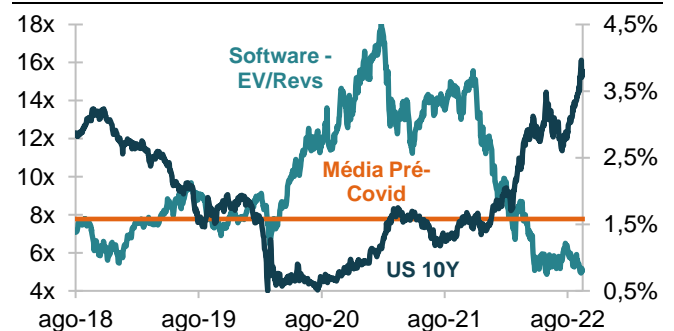


Fonte: WHG

Vivemos por um longo período em um ambiente de juros baixos, sendo estes extraordinariamente baixos nos últimos dois anos.

Um dos setores mais sensíveis às mudanças nos patamares de juros é o de *software*, em razão do perfil de geração de caixa, e, em especial, das empresas mais novas que possuem um elevado crescimento de receita. O efeito da queda e aumento da taxa de juros pode ser visto de forma clara nos múltiplos desse setor nos últimos 2 anos:

Relação entre juros e múltiplos



Fonte: WHG

Comparado a um múltiplo médio pré-covid de 7,8x, o múltiplo médio do setor de *software* chegou a incríveis 18x receita. Conseguimos ver no gráfico acima que, à medida que a taxa de juros de 10 anos normalizou, o múltiplo médio do setor se contraiu rapidamente, estabilizando em um nível abaixo da média pré-covid. Esse é um setor que exemplifica bem a normalização. Discutiremos ao longo da carta em mais detalhes dinâmicas como essas aplicadas ao mercado de ações e nosso posicionamento.

² Long-Term Capital Management L.P. era um *hedge fund* altamente alavancado que quebrou em 1998 dado sua exposição a ativos emergentes

que sofreram pesadas quedas na Ásia em 1997 e com o default soberano da Rússia, em 1998.

Shorts: funcionamento e utilização

“Short sellers são os policiais do mercado. Se não houvesse short selling, o mercado levitaria até mais do que já o faz” - Seth Klarman

a) História

A prática de gerir um fundo combinando posições compradas (*long*) e vendidas a descoberto (*short*) começou com Alfred Winslow Jones em 1949. Aos 48 anos, Jones decidiu criar um veículo de investimento em que pudesse alavancar o valor do capital investido, podendo ficar *long* suas ações favoritas e *short* as ações que julgava sobrevalorizadas, levantando caixa para os *longs*, e podendo ganhar não apenas quando o mercado tivesse boa performance, mas também quando acertasse as empresas que iriam performar melhor que sua cesta *short*.

Jones tem uma trajetória interessante. Formou-se em Harvard em 1923, teve carreira diplomática, foi espião na Europa durante a 2ª guerra, voltou aos EUA para fazer doutorado em sociologia em Columbia, depois foi jornalista e apaixonou-se por investimentos após escrever uma matéria sobre o assunto. A própria prática de cobrar 20% de taxa de performance começou com Jones, que se inspirou nos capitães fenícios que recebiam essa participação nos lucros de missões bem-sucedidas.

Hedge funds, por terem a capacidade de ficar *short*, permitem que o gestor reduza a volatilidade da carteira e que, em períodos de crise, preserve capital. Gestores costumam operar vendidos por diferentes razões e entendemos ser importante esclarecer como funciona uma operação vendida antes de entrar em mais detalhes.

b) Funcionamento dos shorts e riscos

Apostar que o preço de uma ação será menor no futuro é possível por meio da venda de ações a descoberto (*short selling*). Para ficar *short* uma ação, o investidor aluga uma quantidade de ações e as vende no mercado na expectativa de recomprá-las a um preço inferior no futuro. Após comprá-las, o investidor devolve a quantidade de ações alugada, paga a taxa de aluguel do período e assim fecha o ciclo.

Enquanto numa posição *long* o máximo que se pode perder é o valor investido (e os ganhos são, teoricamente, ilimitados), numa posição *short*, é exatamente o oposto. Isso torna controle de risco e decisões rápidas fatores de extrema importância. *Short squeezes* podem ocorrer quando a oferta de ações para alugar fica escassa ou quando uma massa de investidores compra uma ação que possui alto percentual de *shorts* em aberto na expectativa de forçar os *short-sellers* a recomprarem suas apostas contra aquela ação.

Dados esses riscos, alguns mantras:

- Não se deve estar *short* só porque uma ação está cara, ela pode ficar mais cara ainda.
- É necessário um catalisador para o mercado mudar de opinião, e o timing é crítico.
- Nos piores momentos, é difícil carregar *shorts* dado o custo e disponibilidade. É preciso saber a hora de sair antes disso piorar.
- Cuidado com *shorts* em ações da moda, pois um efeito manada pode ser profundamente doloroso.

c) Tipos de posições *short*

i. *Shorts* idiossincráticos

É a mais conhecida operação *short*, utilizada quando o gestor acredita que o preço da ação irá cair, seja por um resultado abaixo da expectativa, piora em alguma métrica relevante ou até mesmo fraudes.

Nesse tipo de *short* o catalisador pode vir ou com o tempo (divulgação de resultados, *profit warnings*, conferências, teses de sell-side convincentes, revisões negativas de estimativas), ou pode ser criado pelo próprio gestor (ativismo *short*) com cartas e entrevistas desmascarando a empresa através de grande exposição midiática, levando o mercado a precificar o novo cenário.

ii. *Funding Shorts*

Outra forma de operar vendida é com objetivo de poder aumentar a exposição comprada no portfólio. Nesse caso, identificamos *funding shorts*, ou ações que podemos manter na ponta vendida e que devem subir menos que nossa ponta comprada.

A implementação pode ser via ações individuais que tenham perspectivas de resultados abaixo das dos nomes que estiverem na ponta comprada, ou mesmo via ETFs de setores ou regiões.

A ideia não é necessariamente que a ponta *short* tenha variação negativa de preço em absoluto após catalisadores negativos, mas que a ação tenha uma baixa probabilidade de catalisadores positivos vs. a probabilidade destes para ações na ponta comprada.

iii. *Relative Value*

É parecido com o conceito de um *funding short*, mas foco é mais em um par específico, quando o gestor tem a visão de que uma ação long irá subir mais que uma na ponta *short* (ou cair menos, no caso de um mercado em baixa).

Normalmente as pontas têm correlação alta, e são pares de menor risco, usualmente, do que os *funding shorts*.

iv. *Short* como hedge de portfólio

Um outro exemplo de operação vendida é quando o gestor utiliza a posição vendida como proteção (ou *hedge*) para a carteira comprada como um todo. Quando há convicção nas teses *long*, mas é necessário limitar a exposição ao risco de mercado e/ou do setor, utilizamos a posição vendida em forma mais ampla.

Esse *short* é, normalmente, implementado via futuros, opções, ETFs, e *baskets* de ações. Sua função é reduzir a exposição líquida do fundo de maneira rápida, com baixo custo e alta liquidez.

Esse é um tipo de *short* essencial para auxiliar na preservação de capital.

Exemplos dos nossos shorts em 2022

a) *Defensives*: o esconderijo favorito

Defensives são ações e setores considerados defensivos, que normalmente têm demanda estável (e.g., alimentos, farmacêuticas, *utilities*), costumam pagar bons dividendos (*dividend yields* de 3% ou mais) dado que crescem pouco, e têm uma característica comum: ficam mais caros do que deveriam em múltiplos durante momentos de crise. A razão? Fundos de pensão e *long-only*, que não têm muita opção para defender performance após chegarem ao máximo possível de caixa, tendem a se esconder em ações defensivas, e é justamente isso o que aconteceu neste ano.

Defensives merecem negociar com certo prêmio vs. o mercado, mas estando em níveis de pico de prêmio relativo dado esse efeito de “esconderijo favorito”, tornam-se um *short* interessante vs. a carteira do fundo, dado que surpresas negativas podem tirar esse status de grupo de proteção.

P/E de *Cyclicals* vs. *Defensives*

Cíclicos negociando com 24% de desconto vs. Defensives



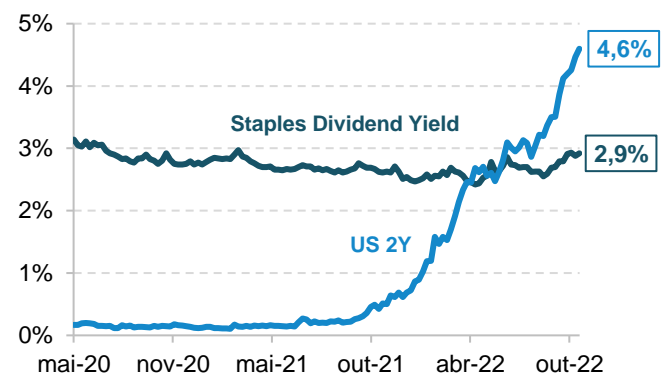
Fonte: WHG

Defensives estão negociando ao redor de 3% de *dividend yield* 1Y forward, são setores com baixo crescimento de receita, P/E alto vs. histórico, e agora têm um competidor de peso: a renda fixa. Um título de 2 anos do Tesouro americano rende

4,5%, significativamente mais que o *dividend yield* dos *Defensives*. *Utilities* já começaram a sofrer recentemente indo de 3% para 3,5% de *dividend yield*, *Staples* são o próximo.

Dividend Yield 1Y fwd *Defensives* vs. 2Y Treasury

Quanto mais alto o *dividend yield*, mais barato os setores estão vs. seus dividendos estimados.



Fonte: WHG

i. *Staples*

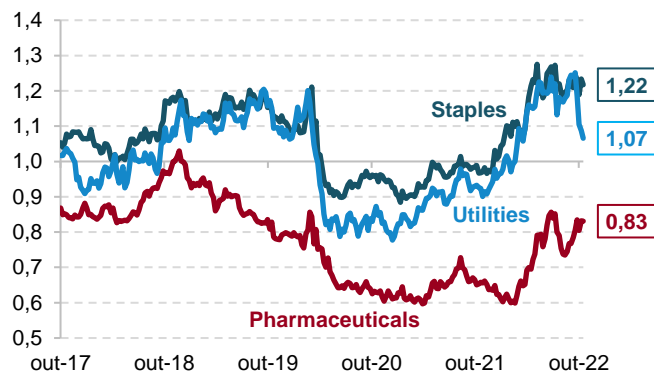
No caso de *Staples* (bens de consumo básicos), o *short* foi um contribuidor importante para nossa cota em 2022. O ETF de *Staples* (XLP) contribuiu com +3,4% na cota em 2022, com *shorts* implementados em diversos momentos do ano.

O XLP tem entre maiores componentes empresas como Procter & Gamble, PepsiCo, Coca-Cola, Costco e Walmart, que têm dinâmicas estáveis e previsíveis de receita, porém podem ter surpresas em custos/margem.

Staples sofrem menos, mas não estão imunes aos efeitos de choques de custos e recessão: o alerta do Walmart, em maio, sobre excesso de estoques vs. vendas desacelerando gerou ondas de choque por meio do setor, uma mostra de que a falsa segurança de *Staples* é apenas relativa vs. outros setores.

Prêmio de múltiplo *Staples, Pharma, Utilities* vs. S&P 500

Em % de prêmio/desconto vs. o múltiplo do S&P 500, 12m forward



Fonte: WHG

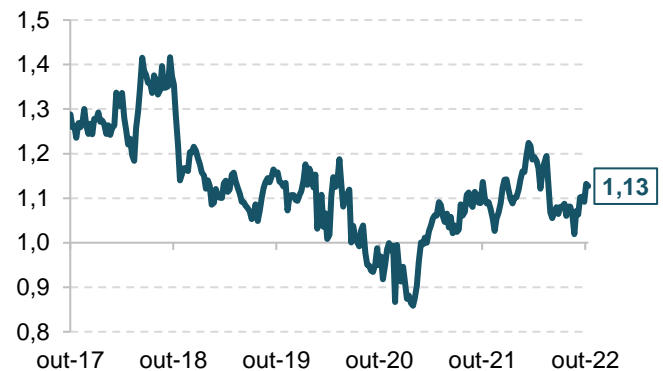
ii. México

Um outro *trade short Defensives* que fizemos foi via MSCI México, que tem um peso elevado em setores defensivos: *Staples* + Telecom somam praticamente 50% do índice, com América Móvil, Walmex, Femsa, Bimbo e outras. Além disso, México estava negociando a prêmio de 20% em P/E vs. mercados emergentes no início do ano, e isso durante o início de um ciclo agressivo de aumentos de juros pelo FED e potencial desaceleração dos EUA, tornando o México menos atrativo dada a ligação que tem com a economia americana.

O ponto de entrada ficou ainda melhor dado que a região teve boa performance com expectativa de benefícios trazidos pelo “*near-shoring*” (trazer cadeias produtivas da China para regiões mais próximas e amigáveis). No entanto, julgamos que esses efeitos, mesmo se concretizados, serão dispersos ao longo de um prazo extenso, não sendo base para justificar um aumento de mais de 10 pontos percentuais de prêmio em P/E vs. pares.

México vs. mercados emergentes

MSCI México em % de prêmio/desconto vs. o P/E do MSCI *emerging markets*, 12m forward



Fonte: WHG

Tivemos posições short em México ao longo do ano, as principais sendo entre abril e junho, contribuindo com a rentabilidade de +1,0% do PL com essa posição.

iii. Apple

Uma posição *short Defensives* não usual que fizemos foi Apple, uma ação que não está nos clássicos setores defensivos, mas se comporta como tal.

Do período pré-covid até o final de março de 2022, a Apple foi a *mega cap* de tecnologia que mais se beneficiou de expansão de múltiplo, com um múltiplo 40% acima das demais empresas e com seu múltiplo ainda acima do nível pré-covid. Adicionalmente, a Apple era a única FAAMG³ que estava positiva no ano até o final de março, apesar dos receios relacionados ao impacto da inflação no consumidor e gastos com bens supérfluos.

A Apple possui um modelo de receita transacional, onde cada dólar gerado decorre de uma transação que envolve a decisão de compra dos seus clientes. De modo geral, este é o modelo menos resiliente de receita (especialmente se comparado com modelos de assinatura). A cada novo lançamento da Apple, o consumidor precisa decidir se irá realizar uma nova

³ FAAMG: grupo composto por Facebook (META), Apple, Amazon, Microsoft e Google.

compra, com 81% da receita de 2021 vindo de produtos físicos. Durante períodos de crescimento menos robustos, a necessidade de realizar uma decisão acaba jogando contra o modelo da Apple.

Outro aspecto importante é o fato de a Apple ser a *mega cap* mais sensível à cadeia de suprimento global. A explosão de casos de covid-19 em 2022 levou a China a anunciar contínuos lockdowns, culminando no fechamento de Shanghai e Shenzhen, este último representando aproximadamente 20% da produção global da empresa. O efeito desses fechamentos foi confirmado na apresentação de resultados do segundo trimestre, quando o CEO, Tim Cook, reportou um impacto US\$ 4 a 8 bilhões, quase 6% da receita trimestral. Adicionalmente, os lockdowns na China impactariam a demanda desta região, que representa 20% da receita global pré-covid.

Aproveitamos o *rally* das ações da Apple em março para iniciar uma posição vendida no começo de abril, e zeramos a posição no começo de junho para um ganho de quase 15% ante uma queda de aproximadamente 8% no S&P 500 e 14.5% no Nasdaq no mesmo período. *Short* em Apple contribuiu com +4% do PL em 2022.

b) *Short* Europa e Reino Unido: ponta frágil na normalização

O Reino Unido e a Europa em geral foram regiões que gastaram muito durante o covid-19 e agora, com a guerra entre Rússia e Ucrânia, estão de novo aumentando gasto fiscal para níveis elevados. A Europa é mais sensível do que outras regiões nesse contexto de normalização, dada a mudança de juros negativos para positivos, em meio a um. Europa foi nossa escolha de *short* no início do ano para a normalização. Já para *UK*, o *short* foi implementado pouco antes do pacote fiscal desastroso de Liz Truss e Kwasi Kwarteng e aumentado logo após.

No *UK*, o governo resolveu a crise das contas de energia criando uma crise de fundos de pensão e de custos de hipotecas. Ao fazer pacotes fiscais agressivos como esse, levando à desancoragem fiscal, o *UK* elevou o juro real drasticamente.

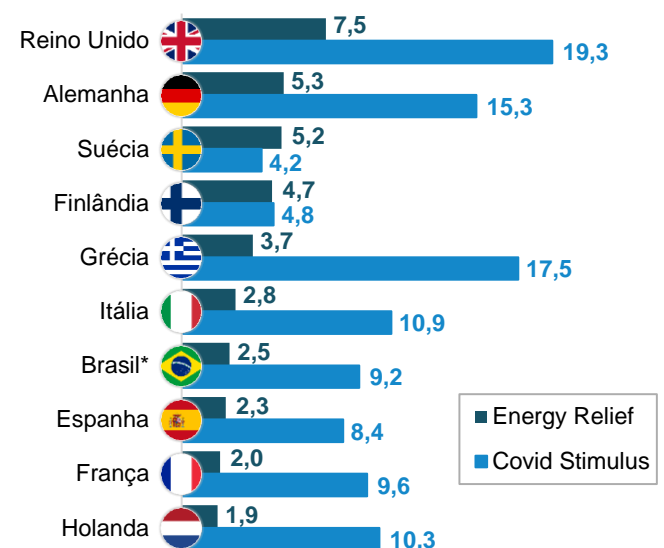
Títulos de 40 anos do *UK* saíram, em 5 dias, de aproximadamente 3,3% para 4,8%, levando a uma queda de ~50% no valor dos *bonds* e afetando severamente a estabilidade do sistema de pensões.

Além disso, cerca de 40% do estoque de hipotecas do *UK* terá suas taxas de reajustadas em 2 anos⁴, e o custo médio mensal para o tomador dispara de GBP 600 para 1.150 por mês com a elevação das taxas de 2,5% para 6%.

Eventualmente, os governos reagiram e reverteram os pacotes fiscais. Fechamos nosso *short* em *UK* no início de outubro. Com os *shorts* de Europa e *UK* tivemos um ganho de +3,1% do PL em 2022.

Estímulos fiscais em % do PIB

Gastos durante a pandemia vs. para compensar alta de energia



Fonte: Institute of Fiscal Studies, WHG

⁴ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-09-02/mortgage-shock-comes-for-uk-homebuyers-after-pandemic-tax-break>

c) *Short High-growth: excessos de valuation vs. performance relativa*

A pandemia do covid-19 teve impacto relevante para empresas cujos modelos de negócio se beneficiam de políticas de isolamento, levando-as a serem intituladas as *covid-winners*. Por um lado, vivemos a aceleração de algumas tendências seculares, como a transformação digital, *e-commerce* e *gaming*. Empresas que se beneficiam

de atividades virtuais e da população passar mais tempo em casa foram vencedoras. Por outro, a redução dos juros globais em resposta ao coronavírus resultou na elevação drástica dos múltiplos destas empresas. Essa combinação levou a excessos no preço das ações.

Apresentaremos abaixo uma maior granularidade da mudança dos múltiplos do setor de software para demonstrar o tamanho do movimento. Separamos o setor em empresas *High-growth*, com crescimento de receita anual acima de 30%, *Mid-Growth*, entre 15% e 30%, e *Low-growth*, com crescimento de receita abaixo de 15%.

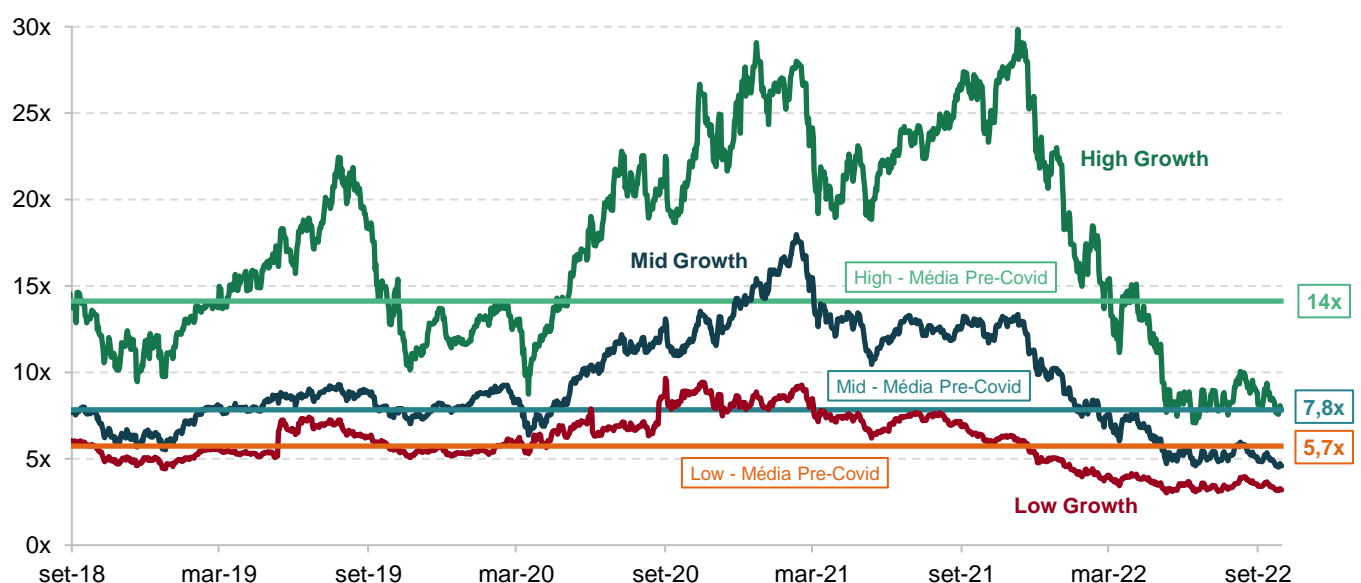
Os múltiplos das empresas *High* e *Mid-Growth* aumentaram em mais de 2x comparados aos múltiplos pré-covid, enquanto as empresas *Low-Growth* aumentaram em 70%.

Apesar de muitas dessas empresas serem fantásticas, essa expansão de múltiplo foi exagerada e precisaria se reverter quando houvesse a normalização da taxa de juros. Uma expansão histórica, naturalmente, seria revertida por uma contração também histórica, e foi exatamente isso o que aconteceu: os múltiplos das empresas *High* e *Mid-growth* contraíram mais de 70%, enquanto as empresas *Low-growth* caíram mais de 65% até o fim do terceiro trimestre desse ano.

Exemplos de empresas que passaram por esse processo de expansão e normalização de múltiplos são Nvidia, Snap e Sea Ltd. Do final de fevereiro de 2020 até o fim de setembro de 2022, estas empresas passaram por uma expansão de múltiplos EV/Receita de 133%, 216% e 334%, respectivamente, até seus picos, e, posteriormente, por uma contração de 65%, 85% e 89%, respectivamente.

Múltiplos de cias de software

EV/Receita para diferentes estágios de crescimento



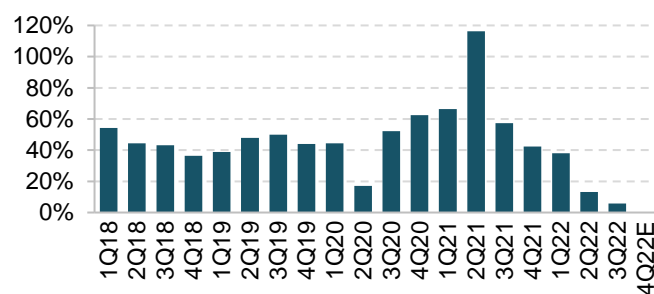
Fonte: Bloomberg, WHG

Além do processo de normalização de múltiplos, as *covid-winners* também passaram por processo de expansão e normalização de crescimento. O impacto dessa “normalização dupla” levou à correção histórica das ações vista em 2022.

Por exemplo, o crescimento de receita da Snap começou a desacelerar em 2019, indo de 50% para 17% ao ano. A pandemia trouxe uma reaceleração, chegando a incríveis 116%. Porém, a partir da reabertura, vemos uma clara normalização, com a empresa indicando 0% de crescimento para o último trimestre de 2022, o mais baixo de sua história.

Crescimento de receita – Snap

Crescimento de receita trimestral – ano contra ano

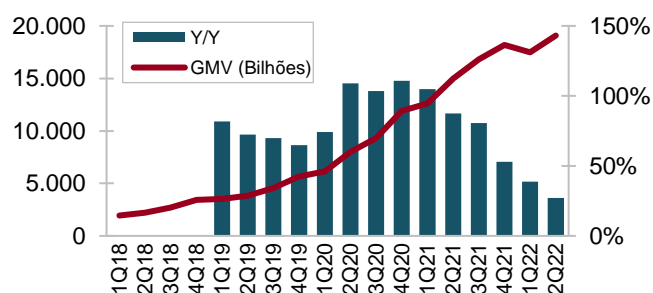


Fonte: WHG, Snap

A Sea Ltd. é outro excelente exemplo desta tendência, mostrando a aceleração de *e-commerce* dos últimos dois anos. O crescimento ano contra ano trimestral do GMV da Shopee desacelerou para 65% no quarto trimestre de 2019. Porém, até o quarto trimestre de 2020 este crescimento reacelerou para incríveis 111%.

GMV em bilhões, Shopee (Sea Ltd)

GMV, bilhões e crescimento trimestral ano contra ano



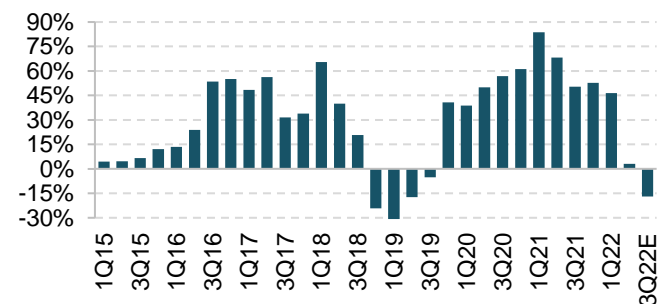
Fonte: WHG, Sea Ltd.

A partir deste momento, como vimos com *Snap*, o crescimento desacelerou fortemente, chegando a 27%, o mais baixo dos últimos 6 anos, no terceiro trimestre de 2022.

O crescimento de receita da Nvidia também demonstra esta tendência de “*pull-forward*”. Como é possível ver no gráfico abaixo, o crescimento de sua receita acelerou de 40% em 2020 para 80% ano contra ano em 2021. A partir desse momento, o crescimento normalizou, chegando a apenas 3% no segundo trimestre de 2022, com a linha de *gaming* caindo 45% trimestre contra trimestre.

Crescimento de receita - Nvidia

Crescimento de receita trimestral – ano contra ano



Fonte: WHG, Nvidia

A combinação de contração de múltiplo e normalização de crescimento, a “normalização dupla” que comentamos acima, criou um ambiente que acreditávamos ser propício para ficar *short* nestas ações. Quando o índice Nasdaq caiu 5% rapidamente na primeira semana de janeiro escolhemos este momento para reduzir o *net long* do portfólio com posições *short*. Adicionamos a posição vendida em Nvidia e realizamos a posição no fim do mês para um ganho de aproximadamente 20%, ante uma queda de 10% do Nasdaq no mesmo período, contribuindo com +0.9% do PL.

d) **Shorts Macro: gestão ativa da exposição líquida**

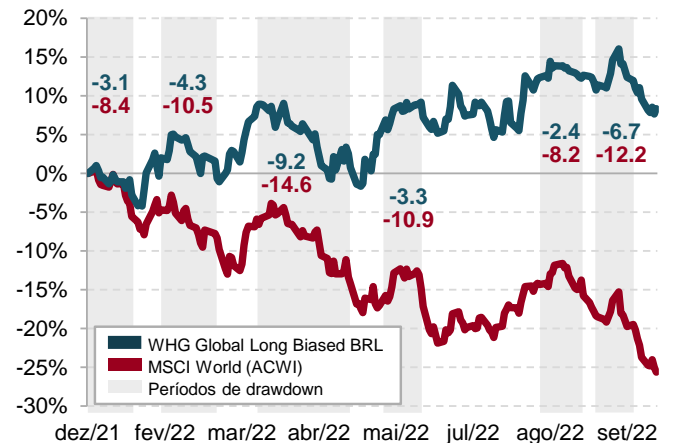
Uma das estratégias dentro do fundo que mais protegeu capital no ano, foi a gestão da exposição líquida via futuros e *hedges* amplos. Nessa categoria encaixam-se, por exemplo, futuros de S&P 500, Nasdaq, Russell e Dow Jones; ETFs de mercados desenvolvidos e regionais; e ETFs setoriais.

Ao implementar essas posições *short*, conseguimos rápida e eficientemente reduzir a exposição do fundo em períodos de volatilidade elevada, ou próximo à divulgação de dados econômicos em que o risco/retorno de manter a exposição não é favorável.

A exposição líquida é a expressão do nosso otimismo com o mercado, já a exposição bruta (soma do % do PL em *longs* e *shorts*) é uma expressão de nossa convicção nas teses e visão geral de risco.

Por exemplo, em momentos turbulentos, o fundo pode estar 70% comprado, 50% vendido, com um *net* de 20%, mas poderia ter os mesmos 20% de exposição líquida com 170% comprado e 150% vendido, em caso de alto grau de convicção que nossas posições *long* irão performar melhor que as posições *short* no curto prazo, porém sem tanta convicção de que o mercado como um todo irá subir.

Principais drawdowns do MSCI World (ACWI) vs. WHG Global Long Bias BRL em 2022

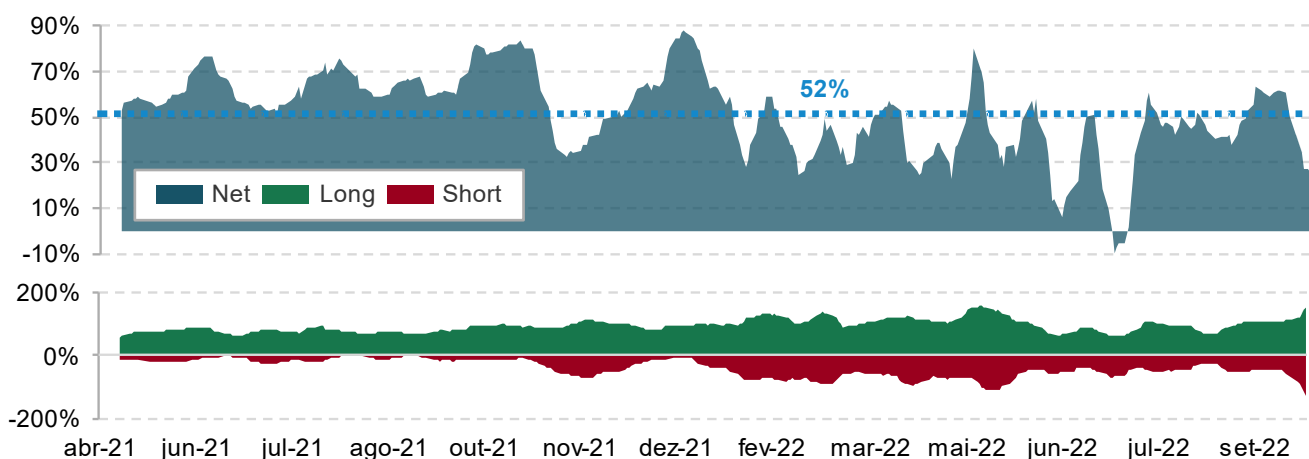


Fonte: WHG

Esse ajuste de posições vs. expectativas é feito constantemente, de forma a não estarmos com uma exposição bruta ou líquida grande em momentos ruins, mas também para não deixarmos de capturar uma alta do mercado em momentos de retomada.

No gráfico abaixo, temos o histórico de exposição do fundo, onde é possível ver, desde o início do fundo, qual a exposição líquida e qual a exposição na ponta *long* e *short*. Nos momentos de maior convicção carregamos posições maiores (tanto em termos de exposição bruta quanto líquida), e nos momentos de irracionalidade do mercado tendemos a ter posições menores e preservar capital.

Histórico de exposição WHG Global LB



Fonte: WHG

Conclusão / Cenário

“O mercado se acalma quando as autoridades entram em pânico” – Michael Hartnett, BofA

Os 3 choques de 2022 estão ficando mais binários



Fonte: Bloomberg, WHG

Em 2022, a economia global sofreu 3 grandes choques: (1) a inflação alta nos EUA e a resposta incisiva do FED; (2) uma nova onda da covid-19 na China com impactos diretos no crescimento do país; (3) a guerra entre Rússia e Ucrânia, com repercussões no mercado de *commodities*, na explosão do preço do gás e no seu impacto nas contas públicas e sobre as moedas da região.

Em nossa opinião, esses três choques estão ficando mais binários. Nos EUA, tanto a inflação como a atividade econômica estão se mostrando mais resilientes do que muitos esperavam. Isso significa que o ciclo de aperto de juros pode se alongar. A taxa terminal de juros será mais alta (5%+) e vai permanecer nesse nível por mais tempo do que se imagina. Em outras palavras, a economia suporta um nível maior de juros e é exatamente por isso que o FED conseguirá entregar uma *Fed Fund rate* acima de 5%.

Na China, a expectativa é sobre quando e qual será a intensidade da reabertura econômica do país. Acreditamos que o governo começará a relaxar sua política de Covid Zero no final de outubro. Só que será um processo lento que pode durar entre 6 e 10 meses, até que haja uma normalização completa da economia. Mesmo assim, já vimos como a economia e os ativos financeiros reagem positivamente a uma reabertura da economia, e a China pode estar próxima dessa virada positiva. Esse cenário reforçaria a tendência recente de divergência dos ciclos econômicos entre o Ocidente e a China: enquanto um desacelera em função do aperto de juros, outro reacelera com a reabertura econômica.

Já a evolução do conflito na Europa possui a maior incerteza do cenário. A guerra não tem uma solução aparente. Enquanto a Rússia parece aliviar na retórica, abrindo a porta para uma negociação, a Ucrânia está confiante que pode recuperar os territórios ocupados pelos russos. A ameaça do uso de armas de destruição em massa à parte, o conflito pode se arrastar até o final do inverno europeu, quando os estoques de gás estarão baixos. Isso daria à Rússia mais força numa negociação. O ponto é que, dentre os três choques mencionados, a situação da guerra é o mais incerto e mais binário. Uma solução positiva para o conflito teria repercussões positivas para os ativos europeus, incluindo o Euro, podendo marcar o pico do US\$ no mundo. A extensão do conflito por mais tempo vai estressar ainda mais o balanço dos governos e das famílias da região, exigindo contínuo aporte fiscal num quadro de recessão. O ponto curioso e interessante é que o preço do gás natural está caindo fortemente na Europa, graças ao inverno ameno e aos amplos estoques, recentemente elevados por ampla importação de GNL. Isso pode mudar bastante a dinâmica do conflito.

Agradecemos a confiança.

Para mais informações sobre nossos fundos, consulte: <https://whg.com.br/asset-management>

Short selling é mais uma ferramenta que temos a nosso dispor para nos defendermos nesse ambiente tão binário. Posições *short* nos proveem flexibilidade, reduzem volatilidade, protegem capital em momentos turbulentos e, em momentos de alta convicção, nos permitem carregar uma carteira *long* maior do que poderíamos sem os *hedges*.

Ter uma estratégia mais tática, em que se pode ter preservação de capital nas quedas, mas participar nas altas em momentos favoráveis, vai fazer a diferença nesse período complexo em que o mundo se encontra.

Este material de divulgação é destinado exclusivamente ao cliente, não considera situação financeira ou necessidades individuais e particulares e não contém todas as informações que um investidor em potencial deve considerar ou analisar antes de investir. Este material foi elaborado pela equipe de gestão de fundos de investimento (“time de gestão”) da Wealth High Governance Capital Ltda. (“WHG Capital”), empresa responsável pela gestão de fundos de investimento. O material foi preparado com base em informações públicas, dados desenvolvidos internamente e outras fontes externas, não devendo ser entendido como análise de valor mobiliário, material promocional de oferta, distribuição, consultoria, solicitação de compra e/ou venda ou recomendação de qualquer ativo financeiro ou investimento. A decisão final de alocação cabe exclusivamente ao gestor discricionário da carteira do veículo de investimento. Recomendamos ao cliente que sempre consulte profissionais especializados antes de decidir sobre investimentos em ativos mobiliários. Este material não se caracteriza nem deve ser entendido como uma promessa/um compromisso da WHG Capital de realizar os serviços ou estruturar os veículos de investimento aqui descritos. Este material não se caracteriza e não deve ser entendida como consultoria jurídica, contábil, regulatória ou fiscal em relação aos assuntos aqui tratados. O cliente deve basear-se, exclusivamente, em sua opinião e na opinião de profissionais especializados por ele contratados, para opinar e decidir. A reprodução total ou parcial desta publicação é expressamente proibida, exceto com a autorização da WHG ou a citação por completo da fonte (nomes dos autores, da publicação e da WHG). Os indicadores citados no documento que não sejam os indicadores econômicos estabelecidos no regulamento do fundo devem ser interpretados como mera referência econômica e não meta ou parâmetro de performance. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. O investimento em Fundo não é garantido pelo Fundo Garantidor de Crédito. Informações adicionais através do link <https://whg.com.br/asset-management/fundos-whg/>



Wealth High Governance

Andrew Reider

Chief Investment Officer (CIO)
andrew.reider@whg.com.br

Gustavo Campanhã

Portfolio Manager
gustavo.campanha@whg.com.br

