

Publicado Jornal Valor – 26/05/2017 – Artigo de Alexandre Póvoa

## O gestor de recursos e a anatomia de uma crise

**Quarta-feira, 17/05/2017, 19:30 hs.** Alguns gestores já haviam deixado o trabalho, mas a velocidade da comunicação via agência online de notícias, Whatsapp ou qualquer outro meio digital, lançou aquela verdadeira bomba – o vazamento da delação (super) premiada dos controladores da JBS – no nosso colo, quase que simultaneamente. A primeira reação foi de incredulidade – basta lembrar que, naquele momento, o Governo vinha se fortalecendo na área política, muito à base de concessões a parlamentares para a obtenção do quórum qualificado de 308 votos para a aprovação da Reforma da Previdência, dali a duas semanas. O jogo do presidencialismo de coalizão (um eufemismo para fisiologismo ou troca de votos por vantagens) parecia caminhar de forma desinibida.

Naquele dia especificamente, as renovadas “barbeiragens” políticas do Presidente Trump haviam elevado a aversão geral a risco. Nada muito preocupante, o que pode ser constatado na incrível e inabalável força das bolsas norte-americanas, desde as eleições presidenciais nos EUA. O câmbio ao redor de R\$ 3,10/US\$, a bolsa caminhando para os 70 mil pontos e o mercado de DI já precificando a queda de 125 pontos na próxima reunião do COPOM (com importantes casas revisando a taxa SELIC, ao final de 2017, para patamar abaixo de 8% a.a.) refletiam o relativo otimismo dos investidores. Não havia euforia, mas prevalecia a sensação crescente de tranquilidade, lastreada pelo fato de que, até aquela ocasião, a Operação Lava Jato não havia recaído ainda diretamente sobre o Presidente Temer.

A primeira reação, naquele horário tardio, foi usar os mercados externos ainda abertos para minimizar perdas, que certamente seriam inevitáveis no dia seguinte. Porém, a falta de liquidez e as cotações do ETF do Ibovespa na Bolsa de Nova York, já despencando sem freio, não permitiriam vendas em magnitude relevante. Todos nós fomos para casa com a vã esperança de que alguma explicação ou fato novo, ao menos, pudesse minimizar a potencial catástrofe contratada para a desvalorização dos ativos brasileiros no dia seguinte.

Marcamos uma reunião cedo, antes da abertura do pregão, para avaliarmos a situação. As negociações de papéis brasileiros nos mercados asiático e europeu também travaram, por falta de parâmetros. Quando começaram as negociações, o inevitável se confirmou: Limites de baixa e de alta, atingidos respectivamente nos mercados de bolsa e dólar. No mercado de DI, apesar da boa vontade da BM&F em alargar a banda permitida de variação, praticamente não houve transações no dia por conta de as taxas terem atingido os seus pontos máximos de oscilação. Parodiando uma famosa expressão do mestre Mário Henrique Simonsen (que se referiu à economia, inflação e reservas cambiais), “em fundos de investimento, má performance aleija, mas falta de liquidez para sair de uma posição, mata!”. Nessas ocasiões de alta tensão, a calculadora normalmente fica de lado, todos querem zerar suas posições

(pontos de *stop loss* atingidos) para preservar o capital, comprovando a velha tese de que “o pânico é apenas o outro lado da moeda da ganância que move os mercados”.

Os dias seguintes trouxeram a confirmação de elevação relevante de volatilidade, com a correção dos preços dos ativos para níveis mais baixos. Apesar da reação agressiva do Presidente Temer, usando a velha tática de desqualificar o delator e um dos indícios do processo, ficou claro que ele dificilmente terá condições políticas para reaglutinar a base para a votação das reformas e sustentação do governo. Então, o que esperar daqui por diante e qual é o novo caminho a ser seguido pelo gestor?

A primeira providência é, pelo menos, ajustar para baixo o tamanho das posições. Ninguém consegue determinar a volatilidade do mercado, mas o bom gestor, que respeita o mandato de seu fundo, controla o risco do seu produto, mesmo com a variância dos ativos praticamente tendo dobrado no curto prazo. A opção de zeragem integral das posições, até o horizonte ficar mais claro, também não deve ser descartada. Em um cenário de baixa visibilidade, o “gestor-torcedor” normalmente não faz sucesso e as “perdas passadas devem ficar no passado”.

Nesse momento, parece que Temer não terá condições de governabilidade. Uma mudança para um nome de consenso, que mantivesse acesa a chama da aprovação de reformas e a estabilidade necessária para a continuidade da queda de juros e recuperação da economia, seria vista com bons olhos pelo mercado. Paradoxalmente, depois do choque da semana passada, novos fatos ruins relativos ao Presidente podem ser vistos até como notícia positiva pelos investidores, já que potencializariam a aceleração da transição. Dado que o refortalecimento do Presidente parece cenário improvável, a pior situação seria a insistência na continuação desse governo sem o apoio da base, que provavelmente o abandonaria gradualmente.

Não acreditamos que o Banco Central irá mudar o ritmo da queda de juros dos atuais 100 pontos-base (até porque a crise política consiste em mais um elemento contracionista para a atividade) na próxima reunião. Porém, volta a ficar completamente em aberto a linha de chegada da taxa SELIC ao final de 2017. A definição do juro real de equilíbrio no Brasil depende da aprovação das reformas que impacta a solvência fiscal, produtividade da economia e a confiança dos agentes.

Por outro lado, mesmo em meio à crise, é difícil acreditar em uma maxidesvalorização do Real em um país com déficit de transações correntes equivalente a apenas 1% do PIB, sendo financiado por investimentos externos diretos em magnitude 3,5 vezes superior e lastreado por US\$ 380 bilhões de reservas internacionais.

Baseado em análise fundamentalista (com algum tempero de sentimento de mercado), o Ibovespa nesse momento – negociado ao redor de 64 mil pontos para o Ibovespa – parece precificar um momento negativo – compatível com as dúvidas atuais no cenário. O ponto de estresse máximo, que recomendaria uma compra muito segura seria 55 mil pontos (13% de queda). O mercado hoje, se considerarmos que 4% representa o juro real de equilíbrio no Brasil, com as reformas levando nosso crescimento potencial para 3% ao ano, deveria estar valendo 75 mil pontos (19% de potencial de alta). No cenário mais otimista, de um juro real de equilíbrio sustentável de 3%, levaria o Ibovespa até 89

mil pontos, com 40% de *upside*. Em breve, a Canepa Asset irá divulgar estudo específico sobre o assunto, mas adiantamos que gradativamente parece interessante algum reposicionamento em bolsa, com aumento gradual de alocação.

A indústria de fundos, sobretudo no segmento de multimercados (e, obviamente de ações), sofreu um baque com retornos negativos, até porque havia recebido um grande volume de investimentos recentemente. O lado positivo consiste no processo educativo para os investidores, já que não existe “almoço grátis” em investimentos de risco. Aliás, para alguns gestores de recursos, uma dose de humildade também é bem-vinda para quem se acha imbatível e “imortal”.

**Como gestor e brasileiro, fica a esperança de que realmente valha a pena ser um profissional sério em relação à alternativa de enriquecer ilicitamente com informações privilegiadas e/ou cometer crimes e se livrar de punições apenas pelo ato de delação de outros criminosos/comparsas. Pior que déficits fiscais e rentabilidades negativas que corroem nossas finanças, é o déficit moral que afeta o sonho por um futuro melhor para o nosso país.**

Alexandre Póvoa

Presidente Canepa Asset Brasil

Autor do livro: “Valuation, Como Precificar Ações” e “Mundo Financeiro, o Olhar de um Gestor”.

## Rentabilidade dos fundos

Figura 1 - Tabela de desempenho dos produtos da Canepa Asset

	% maio 17	2017	Desde o início	PL*	PL médio desde o início*
Canepa Macro FIM	-1,59%	3,74%	37,77%	51.657	27.282
CDI	0,76%	4,63%	16,62%	-	-
%CDI	-	81%	227%	-	-
Data início: 04/03/2016					
	% maio 17	2017	Desde o início	PL*	PL médio 12 meses*
Canepa Phoenix Long and Short FIM	-1,14%	3,94%	40,44%	53.651	69.501
CDI	0,76%	4,63%	38,85%	-	-
%CDI	-	85%	104%	-	-
Data início: 29/09/2014					

	% maio 17	2017	Desde o início	PL*	PL médio 12 meses*
Canepa I FIC FIA	-8,01%	-5,10%	21,38%	29.143	30.854
IBrX	-3,00%	5,81%	18,20%	-	-
Dif. IBrX	-5,00%	-10,91%	3,19%	-	-

Data início: 21/05/2013

	% maio 17	2017	Desde o início	PL*	PL médio 12 meses*
Canepa Long Biased FIM	-8,00%	-4,91%	15,01%	7.612	10.175
IMA-B	-0,43%	4,38%	39,57%	-	-
Dif. IMA-B	-7,57%	-9,29%	-24,56%	-	-

Data início: 23/12/2014

\*Valores em R\$ mil

## Contatos

Alexandre Póvoa

[alexandre.povoa@canepaasset.com.br](mailto:alexandre.povoa@canepaasset.com.br)

(21) 3034-1902

Daniela Pfeiffer

[daniela.pfeiffer@canepaasset.com.br](mailto:daniela.pfeiffer@canepaasset.com.br)

(21) 3034-1909

Eduardo Roche

[eduardo.roche@canepaasset.com.br](mailto:eduardo.roche@canepaasset.com.br)

(21) 3034-1906

Antônio Dupim

[antonio.dupim@canepaasset.com.br](mailto:antonio.dupim@canepaasset.com.br)

(21) 3034-1940

## Canepa Asset Brasil

Rua Voluntários da Pátria, 89/702.

Botafogo, CEP 22270-000, Rio de Janeiro – RJ

[www.canepaasset.com.br](http://www.canepaasset.com.br)

Este documento tem fins meramente informativos e não deve ser considerado como oferta para a aquisição de cotas de fundos da Canepa Asset Brasil, nem tampouco como uma recomendação de investimento em nenhum dos valores mobiliários aqui citados. Rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos e taxa de saída, se for o caso. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou Fundo Garantidor de Crédito – FGC. Para obter informações sobre o uso de derivativos, conversão de cotas, objetivo e público alvo, consulte o regulamento do fundo e a lâmina de informações essenciais. Algumas das informações aqui apresentadas podem ter sido obtidas de fontes de mercado. Apesar de todo o cuidado em sua coleta e manuseio, a Canepa Asset Brasil não se responsabiliza pela publicação acidental de dados incorretos. **LEIA O FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES, A LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS E O REGULAMENTO ANTES DE INVESTIR.**