



De onde virá o retorno?

Os multimercados conseguiram ótimos resultados no ano passado, aproveitando os juros em queda, mas como será este ano? - Martha Corazza

Embalado em grande parte por estratégias que aproveitaram o movimento da curva de juros da segunda metade de 2016 para cá, os fundos multimercados tiveram um expressivo aumento de demanda ao longo de 2017 e 2018. Flexíveis em suas estratégias, eles tiveram um de seus melhores anos em 2017, analisa o sócio da Vinci Partners, Fernando Lovisotto. “O fechamento do juro e a alta das bolsas, tanto local quanto nos EUA, foram os principais fatores para alavancar os ganhos”. A grande questão é saber se agora, com a elevada Selic ficando para trás, ainda haverá espaço para novos retornos espetaculares.

As estratégias “macro”, que apostam em movimentos dos juros, moedas e bolsa

continuam sendo praticadas de maneira predominante, mas tem passado por adequações. Hoje entram mais moedas e juros internacionais nas cestas de arbitragem, as operações long & short ganham mais espaço e crescem os fundos especializados em determinados ativos, como os de risco de crédito. A tendência mostra que os gestores estão dispostos a diversificar cada vez mais. O boom foi tão rápido que levou ao fechamento de alguns fundos, já que os gestores não tinham como manter o mesmo modelo no novo cenário. Alguns acabaram sendo substituídos por fundos-espelho, com estratégias semelhantes, e outros ficaram abertos apenas para institucionais.

Para os fundos de pensão, os multi-

mercados são uma alternativa atraente de rentabilidade sem aumentar muito a exposição a risco. Entretanto, embora algumas fundações já tenham elevado seus percentuais de alocação no segmento, com resultados bastante positivos, o entusiasmo é calibrado com a cautela na escolha das estratégias adequadas e de gestores capazes de continuar agregando alfa de maneira consistente. Além disso, uma grande parte dos recursos dos fundos de pensão está alocada em ativos marcados na curva, o que tende a retardar o direcionamento ao risco.

“É uma descoberta importante, porque esses fundos podem agregar retorno sem agregar muito risco; na bolsa, por exemplo, para obter um retorno agregado de 6% ao

ano acima da inflação acrescenta-se 20% de risco, enquanto nos multimercados para esse mesmo percentual de retorno adicional só tomamos 5% a 6% a mais de risco”, argumenta Marcelo Giufrida, sócio fundador da Garde, uma das maiores gestoras independentes de multimercados. Essa relação risco/retorno é uma vantagem, diz Giufrida, até porque “a diversificação de investimentos feita no passado recente pelos fundos de pensão era muito voltada a produtos diferentes do dia a dia de gestão dessas entidades (ações, small caps, IMA-B, etc)”, o que não acontece com os multimercados. O limite máximo legal para as entidades fechadas de previdência complementar investirem nessa categoria, que é de 10% de seus ativos totais, é um fator que tende a emperrar um avanço maior nas carteiras.

VOLATILIDADE – O número de cotistas em multimercados mais do que dobrou em 2017, impulsionando as captações. Enquanto os multimercados captaram R\$ 33,3 bilhões no primeiro trimestre do ano passado, os fundos de renda fixa tiveram captação líquida de R\$ 5,8 bilhões e os fundos de ações de R\$ 9 bilhões.

Essa maior demanda por multimercados trouxe também maior exposição ao risco por parte dos institucionais. Por sinal, os multimercados de alta volatilidade (até 6% ao ano) tem sido bastante procurados por essa classe de investidores. Por conta disso, a Anbima (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais) está reforçando sua supervisão, considerando o processo de suitability (análise de perfil do investidor e na forma de atuação desses fundos). Como a entidade adota o modelo de supervisão baseada em risco, ou seja, dedica maior empenho a monitorar produtos que possam representar riscos sistêmicos, a atenção sobre os multimercados cresceu. Esse já era o foco em 2017 e será mantido em 2018, informa o superintendente de Supervisão de Mercados da Anbima, Guilherme Benaderet.

POLÍTICA DE RISCO – A demanda por fundos multimercados é justificada, acredita Lovisotto: “é hora de acumular gorduras por meio de retornos mais



robustos e melhor relação risco/retorno, mesmo porque a partir de meados de 2019 estaremos muito provavelmente vivendo um ambiente de seca na rentabilidade dos ativos”. Em 2018, ele acredita que esses fundos continuarão a apresentar retornos atrativos. “Com a inflação bem ancorada, o



LOVISOTTO (1): O fechamento da taxa de juros e as bolsas ajudaram os multimercados no ano passado

GIUFRIDA (2): Obtendo mais retorno com menos risco agregado

Com o aumento da demanda por parte dos investidores, os multimercados entram na categoria de produtos mais monitorados

prêmio embutido na curva futura de juros ainda é interessante”.

A crescente diversificação nas estratégias dos multimercados é um trunfo para as fundações usarem na busca de superação de suas metas atuariais, mas precisam conhecer bem os gestores e suas políticas de risco e certificar-se de que haja transparência sobre os mercados envolvidos. “Não há sentido em aumentar o risco numa única classe de ativos, como a bolsa, a vantagem dos multimercados é oferecer uma carteira diversificada para navegar bem ao longo do tempo”, destaca Lovisotto.

Apostar em renda fixa, bolsa, moedas, crédito e exterior é o melhor caminho, aposta Lovisotto. O fundo oferecido pela Vinci é um multi-estratégia e, na bolsa, busca prêmios ao investir em empresas de qualquer tamanho que estejam melhor ajustadas.

ANÁLISE QUALITATIVA – “É uma classe de ativo que funciona bem para a diversificação; as fundações começaram a incrementar sua alocação por conta do fechamento dos juros mas os multi-



ALOÏ: *é preciso ir além dos números e analisar os resultados de forma qualitativa*

mercados têm mandatos para ganhar em situações diversas”, aponta o consultor André Aloï, da PPS Portfolio Performance. Segundo ele, embora os retornos tenham sido importantes nos últimos 48 meses, é preciso ir além dos números e analisar resultados de forma qualitativa. “Temos que compreender quais foram os gestores que apenas surfaram a onda do fechamento dos juros, detalhar suas estratégias e medir quanto conseguiram agregar de valor para não ter uma impressão ilusória”. Daí a necessidade de conferir tudo o que está na “caixinha” de um multimercado.

Já existe um número razoável de fundos multimercados com histórico de cinco anos ou mais e que passaram por vários cenários, mas muitos estão fechados à captação porque cresceram demais. Isso leva o investidor a ficar em dúvida na hora de escolher um produto que não esteja no topo dos rankings. “É nesse momento que precisamos fazer uma análise do “banco



REZENDE: *a volatilidade é a grande aliada para o investidor fundamentalista*

de reservas”, ou seja, de fundos fechados para captação que podem abrir novamente mais adiante”, sugere Aloï.

RENDA VARIÁVEL SEM MONOTONIA – A volatilidade da conjuntura brasileira tem ajudado os multimercados focados em renda variável a exibirem ganhos cada vez

mais robustos. “O ambiente para geração de retornos em renda variável é fértil no Brasil, com alfas mais significativos do que existem em outros países”, diz Alexandre Rezende, da gestora Oceana, cujo multimercado usa exclusivamente instrumentos de renda variável e ativos locais. “A bolsa aqui é muito movida por fatores macroeconômicos, políticos e crises, mais do que pelos resultados das empresas”, diz Rezende. “Os resultados fundamentados em produção, custos, enfim, na realidade operacional das companhias, são meio que deixados de lado”.

Segundo ele, isso abre oportunidades para gestores que operam com base em análises fundamentalistas, que aproveitam algumas distorções de preços das bolsas para se posicionarem. Isso inclusive dentro de fundos multimercados, o que explica os bons retornos de alguns. “A volatilidade é a grande aliada para o investidor fundamentalista, que é o nosso caso”, conta Rezende.

Segundo Marcelo Toledo, superintendente executivo de macroeconomia da Bram, a asset do Bradesco, “o interesse pelos multimercados está mais forte do que imaginávamos e os fundos de pensão tem particular interesse pelos fundos estruturados”. De acordo com ele, a questão é saber se essas carteiras continuarão entregando resultados vis a vis o CDI. Como a volatilidade é o grande alimento para balizar retornos, a dúvida é se os juros mais baixos permitirão manter as performances. “Em períodos de taxas de juros menores, tivemos volatilidade de 30% enquanto a Selic caiu de 14% para 6%”, diz Toledo.

O cenário para 2018 no Brasil é de inflação baixa e proximidade do fim do ciclo de afrouxamento monetário, avalia Marcelo Toledo. A Bram já revisou para baixo a projeção do PIB para este ano, para 2,4%. As incertezas político-eleitorais também ajudam a criar incertezas que cobram estratégias de investimento adequadas. “Além disso, o ambiente lá fora aponta para o ajuste dos juros nos EUA, o Fed deve deixar para trás a política monetária ultra expansionista, movimento que também deve ocorrer na zona do euro a partir de 2019”, avalia Toledo.

Alguns multimercados com mais de cinco anos que cresceram demais e fecharam serão boas opções ao abrirem

ESPELHO EUA X BRASIL – A fraca expectativa de crescimento econômico para o Brasil no momento em que a economia dos EUA continua forte tem levado os multimercados a fazer apostas firmes no dólar: “Nosso fundo opera os ciclos econô-

micos em vários países e em 2018 estamos trabalhando com a diferença Brasil/EUA”, conta o gestor de multimercados da Pacifico Gestão de Recursos, Felipe Pádua. Como o crescimento aqui vai decepcionar, ainda há espaço para apostar na queda das

taxas médias e longas dos juros brasileiros.

Os EUA, com sua perspectiva de alta dos juros, funcionam como um espelho para inspirar as posições compradas e vendidas. “Essa diferença favorece a compra do dólar aqui, até porque a eleição brasileira é um

Fundos de pensão diversificam

Obter retornos agora, com o fim do ciclo de queda do juro, exige mais do que um estilo de gestão, admite o diretor de investimentos da Funcesp, Jorge Simino. Segundo ele, “o movimento conjunto do mercado mostra que estamos chegando no limite de atuação com ativos domésticos, então algumas gestoras já contrataram equipes para trabalhar lá fora”.

A Funcesp fez um movimento expressivo de diversificação em agosto de 2016, quando o cenário externo havia desanuviado e alguns riscos políticos internos pareciam dissipados, e mantém sua alocação nesse segmento. “Vínhamos carregando títulos de curto prazo e resolvemos tomar mais risco, a parcela total de alocação em fundos multimercados passou de aproximadamente R\$ 200 milhões para R\$ 1,1 bilhão e de lá para cá mexemos muito pouco nisso”, explica Simino.

A entidade elevou o número de gestores de dois para onze nos últimos dois anos. No grupo dos fundos exclusivos há quatro gestores, com taxas de 2% a 3% de volatilidade. Na categoria de estruturados, com cerca de R\$ 600 milhões aplicados em fundos de sete gestores, a volatilidade oscila entre 5% e 7%. Segundo Simino, “vamos manter esse número, nos estruturados levamos em conta os critérios de seleção e baixa autocorrelação entre os fundos. O objetivo é ter um mix equilibrado de ativos entre juros, moedas, bolsa e crédito privado”. Ainda de acordo com ele, “este ano os resultados continuam bastante interessantes e o retorno líquido supera o CDI mas também nos permite manter dinheiro em caixa”.

SELEÇÃO – A Fundação Real Grandeza está definindo critérios para selecionar

gestores externos para multimercados. Atualmente a fundação aloca pouco mais de 10% em renda variável e quase 80% em renda fixa. Segundo o diretor de Investimentos da fundação, Eduardo Garcia, a perspectiva é finalizar em breve os critérios e iniciar o processo de seleção. De acordo com Garcia, a diversificação de ativos seguirá uma estratégia muito gradual e cautelosa, mesmo porque faltam produtos no mercado que atendam os padrões de retorno e risco exigidos pela entidade. “Está difícil encontrar produtos fora de juro e bolsa que ajudem a construir uma diversificação consistente, então nossos investimentos continuam sustentados nesses dois pilares”.

Segundo Garcia, há uma grande diferença entre o movimento de diversificação de investimentos feito pelos fundos de pensão em 2011, quando os fundamentos da economia produziram um ambiente mais favorável aos investimentos, e o de hoje. “Em 2011 tínhamos projeções do IPEA mostrando um período longo de crescimento sustentável da economia brasileira, mas no momento a realidade dos indicadores não ratifica as previsões otimistas, o crédito privado não voltou da maneira esperada e o consumo doméstico é muito baixo, ao mesmo tempo em que o potencial de instabilidade externa é maior”, afirma o diretor.

Por conta disso, as decisões de diversificação das fundações precisam continuar cautelosas e olhar para a economia de maneira sistêmica, com maior profun-



SIMINO: alocação em multimercados quintuplicou



GARCIA: diversificação com cautela

didade para enxergar o médio e o longo prazos. “Os mercados costumam reagir muito rapidamente a algumas tendências, mas não podemos decidir com base em movimentos específicos de alguns.

No início de maio, a carteira terceirizada de renda variável da Real Grandeza acumulava ganho de 35% em doze meses, contra 27% do IBX. A rentabilidade total era de 5% para uma meta atuarial de 3%.

fator imprevisível e talvez não esteja bem precificado ainda”, diz Pádua. De todo modo, o fundo da Pacífico está focado na evolução dos ciclos econômicos e das mudanças para os mercados, com predominância de operações de renda fixa e moedas. “Muita estabilidade não favorece os multimercados”.

Os multimercados “macro”, que são os mais usuais, tendem a continuar crescendo, mas os fundos “micro” (com mais long&short) também tem um papel relevante no mercado hoje, avalia o diretor de investimentos da Western Asset Management, Paulo Clini. Segundo ele, “muitos gestores apostam no “kit Brasil” e geram retornos acima da média porque usam alavancagem, mas é preciso saber quais estratégias são realmente capazes de gerar valor, mesmo que os ativos locais não vão tão bem”. Para Clini, “parte relevante da melhora obtida com o kit Brasil já ficou para trás, agora é preciso assumir mais risco global”.

A Western aposta nessa vertente, com ênfase nos mercados globais. Uma das operações mais atraentes é fazer posições compradas e vendidas em juros internacionais (juro americano versus juro alemão), por exemplo. “Isso dá mais consistência aos resultados porque modifica muito a correlação com os ativos locais sem deixar de aproveitar oportunidades nos mercados domésticos”, explica o diretor da Western, Heitor Stefanoni.

A flexibilidade para migrar entre diferentes classes de ativos, assim como entre



CLINI: *é preciso assumir mais risco global para gerar valor*

volatilidade, mas eles não são necessariamente os melhores para institucionais”, analisa. Segundo ele, “faz mais sentido para os institucionais ter uma participação mais constante em fundos de baixa volatilidade”.

DESAFIO OFF SHORE – Um dos principais pontos a se considerar na análise de carteiras de multimercados, principalmente

obtendo rentabilidade de 128,3% do CDI em 2017 e 152,5% do CDI em 2018, até abril. Na família de alta volatilidade, de retorno absoluto, a exposição a risco é duas vezes maior do que na família de fundos macro, mas o retorno foi de 201,1% do CDI em 2017 e de 213% do CDI em 2018, até abril.

Segundo o superintendente de Renda Fixa da Bram, André Fontenelle, o grande desafio em 2018 será estender a posição off shore até o final do ano, principalmente em renda fixa. O alvo da gestora lá fora é especificamente América Latina, focando o mercado de juros no México e as diferenças entre as taxas de curto, médio e longo prazos, bem como os ativos disponíveis no Chile, que podem ajudar a turbinar os resultados dos multimercados.

EXPERTISE LOCAL – Com seu multimercado fechado ao público desde 2017, a Garde mantém um FIC aberto exclusivamente para investimentos de fundos de pensão, e considera que isso lhe permite conciliar melhor os prazos e estar mais disponível para esses investidores. “A abordagem das fundações é mais formal, exige mais tempo para as decisões e, como a nossa casa cresceu de maneira consistente nesses cinco anos de existência já entramos nos critérios de seleção dos institucionais”. A estratégia da Garde, diz Giufrida, mantém operações com juro, câmbio e bolsa (local e internacional).

Este ano, segundo Giufrida, deve ser favorável à bolsa mas a renda fixa vai continuar bem e a parcela internacional deve crescer prevê o gestor. “Nossa análise é macro, fundamentalista, e embora nosso multimercado seja prioritariamente voltado para os ativos locais nós mantemos uma avaliação constante dos cenários globais e vinculamos parte do fundo a isso, até por uma questão de disciplina”, complementa.

CRÉDITO PRIVADO – A Captalys considera que o desempenho espetacular dos fundos macro no ano passado foi obtido basicamente em cima da curva de juros, mas avalia que esse movimento já foi esgotado. “Sem o óbvio, fica mais difícil para esses gestores conseguirem resultados tão expressivos a partir de

Fundos de pensão tem um processo de tomada de decisão mais formal, e também mais lento, diz Giufrida

ativos locais e offshore, é cada vez mais importante para os gestores de multimercados, observa Stefanoni. Mas, segundo ele, muita gente ainda não enxerga isso porque os ativos locais andaram bem nos dois últimos anos. “Hoje a coqueluche do mercado são os multimercados de alta

para investidores institucionais, é manter estratégias diversificadas e descorrelacionadas, que garantam melhores retornos, avaliam os gestores da Bram. A casa oferece duas famílias de multimercados, uma de baixa e outra de alta volatilidade. A estratégia macro é de baixa volatilidade,

agora”, diz a CEO da Captalys, Margot Greenman. Ela aposta exclusivamente em multimercados focados em ativos de crédito privado e construiu tecnologia proprietária para monitorar e controlar esses ativos.

“Temos nos preparado para esse momento de juro baixo porque o potencial é grande em comparação ao mercado internacional. Um movimento já perceptível é a chegada de originadores de crédito ‘não tradicionais’, ou seja, não bancos”, explica Margot. “Esses originadores estão chegando ao Brasil em quantidade nunca vista; nesse caso fazemos um trabalho específico para avaliar a qualidade desses créditos e avaliar sua adequação”, explica.

SEGUNDA ONDA – Para CEO da Sul América Investimentos, Marcelo Mello, a curva a termo de juros ainda apresenta oportunidades interessantes de retorno, por isso a asset mantém estratégias de juros no alvo dos seus multimercados. O crescimento atual desses produtos, reflete uma segunda onda. “A expansão anterior foi em cima do ‘kit Brasil’, apostando na valorização do real e na queda do juro, hoje a dinâmica é totalmente diferente e a diversidade é muito maior”, ressalta. “Por exemplo, nas operações com moedas foram incluídas diversas outras divisas estrangeiras além do dólar, nas posições de arbitragem foram incluídos muito mais mercados do que no passado”.

É o que Mello chama de segundo “boom” dos multimercados. Essa classe de fundos, que chegou a representar 21% da indústria em 2012 e havia recuado, voltou a representar 21% do total. “Acreditamos que seja uma posição sustentável e não tão dependente do juro, que deixou de ser o principal fator de risco para essas carteiras”, pondera Mello. Segundo ele, os produtos estão direcionais, com muita arbitragem (long&short inclusive), visão de curto prazo e maior diversidade de ativos, com uma gestão mais tática.

Ainda de acordo com ele, a grande novidade no momento é o estilo de gestão. “Quando o cenário ficar mais claro, com menor grau de incerteza caso o Brasil siga uma agenda ortodoxa de governo,



MELLO: momento exige mais diversificação, com outras opções

tendemos a mudar isso para um estilo diferente, unidirecional”, diz.

GERAÇÃO DE ALFA – “A mudança no ambiente de juros não deve afetar o desempenho dos multimercados”, analisa o diretor da Bahia Asset Management, César Aragão. “O objetivo dessas carteiras é gerar alfa, 99% fazem isso tendo o CDI como referência, o retorno nominal foi alterado entre 2016 e 2018 com a queda da Selic mas a geração de alfa permanece”, diz Aragão. Segundo ele, o crescimento dos fundos não significa necessariamente uma mudança nas estratégias, inclusive porque o juro real continua alto, em torno de 5% ao ano. “A única diferença é que agora os movimentos de juros serão mais simétricos”.

De acordo com Aragão, a demanda por fundos estruturados tem sido o foco dos institucionais. “Os fundos enquadrados na 3.792 são cheios de regras e restrições, não podem ter alavancagem nem fazer day-trade, por exemplo, então as fundações vão para os estruturados”.

O multimercado da Bahia tem rendido 173% do CDI em mais de cinco anos de

Para impulsionar a rentabilidade das carteiras num ambiente de juros baixos será preciso focar a alocação em produtos mais agressivos

existência, apostando em juros, moedas, bolsa e risco de crédito. “Nosso foco é Brasil mas também o euro e moedas de países emergentes”. O fundo será fechado em maio porque cresceu muito mas a gestora vai lançar um fundo igual, destinado apenas aos fundos de pensão.

MOMENTO ÚNICO – Para Guilherme Foureaux, da gestora MRJ Marejo, a indústria de investimentos vive um momento único no Brasil, que favorece os fundos multimercados e outros produtos mais agressivos. Segundo ele, para impulsionar a rentabilidade das carteiras no atual ambiente de juros baixos será preciso focar a alocação em produtos mais agressivos, do ponto de vista de risco/retorno, e ter uma especialização nesses segmentos uma vez que eles tendem a ter uma volatilidade maior.

Os institucionais tem espaço para migrar para os fundos mais agressivos, avalia Foureaux. “Mas essa migração também enfrenta um desafio complexo porque, devido a decisões que acarretaram perdas e déficits nos planos recentemente, há um ambiente de punições a alguns fundos e gestores, e isso acontece justamente no momento em que os fundos de pensão precisam ser mais agressivos em suas políticas de investimento para alocar mais em bolsa, exterior e multimercados”.