



O MÊS DE MARÇO FOI RELATIVAMENTE CONTURBADO PARA O BRASIL, COM VÁRIOS ATRITOS ENTRE O GOVERNO E SUA BASE POLÍTICA. PORÉM, O FATO QUE MERECE MAIOR DESTAQUE FOI UMA NOTÍCIA INTERNACIONAL: A INVERSÃO DA CURVA DE JUROS AMERICANA; SINALIZANDO OU O FIM DO PROCESSO DE NORMALIZAÇÃO DAS TAXAS DE JUROS OU, NA PIOR DAS HIPÓTESES, A POSSIBILIDADE DE UMA RECESSÃO

1. INTRODUÇÃO

Uma citação famosa do economista Paul Samuelson, é que os mercados financeiros “previram nove das últimas cinco recessões” nos Estados Unidos¹. E, de acordo com os movimentos recentes da curva de juros americana – que inverteu na sua parte central – tudo indica que os mercados financeiros passaram novamente a acreditar que uma recessão pode já estar encomendada.

Estariam os Estados Unidos na iminência de uma nova recessão? As lembranças do período 2005-2007 quando a curva de juros americana também se inverteu,

antecipando – daquela vez corretamente - a crise de 2008, são sem dúvida preocupantes.

Por outro lado, como bem exemplificado pela citação de Samuelson, uma inversão da curva de juros não necessariamente significa recessão. E por vários motivos. Em primeiro lugar, os mercados podem simplesmente estar enganados. Afinal, mesmo que um mercado seja eficiente, isto não significa que ele tenha o dom especial de antecipar o futuro com certidão. Prever uma recessão, portanto, não significa uma recessão.

Em segundo lugar, a inversão da curva de juros pode indicar uma expectativa mais baixa para a taxa de

¹ Paul Samuelson (1966): “Science and Stocks”. Newsweek.

inflação. No entanto, desta vez, este não é o caso. A expectativa de inflação implícita nas taxas de juros americanas permanece bem ancorada abaixo de 1,9% ao ano, exatamente aonde estava em fevereiro e, na verdade, nos últimos vinte anos.

Em terceiro lugar, a inversão da curva de juros pode indicar uma redução nos prêmios por risco. No presente caso, isto poderia decorrer do fim cada vez mais próximo do ciclo de normalização das taxas de juros americanas e da diminuição da incerteza decorrente deste feito.

A inversão da curva de juros americana é ilustrada na Figura 1 abaixo. Note que ao final de fevereiro de 2019, as taxas de juros de cinco anos estavam em 2,51% ao ano, comparado com 2,4% para a FED Funds. Ao final de março, no entanto, a taxa de cinco anos caiu 0,18 pontos percentuais, para 2,31% ao ano - portanto abaixo da FED Funds.

Se a recente inversão da curva de juros americana significa ou não uma futura recessão, é ainda algo a ser determinado. Porém, ao longo de março, o mercado de ações mundial - bastante sensível à perspectiva de uma desaceleração da atividade econômica - continuou sua trajetória de alta, com o SPX500 ganhando 1,8% no mês enquanto que as bolsas europeias tiveram desempenho ainda superior.

No caso específico do Brasil, o noticiário foi bastante intenso, com a prisão de mais um ex-Presidente da República e uma série de mal-entendidos entre os atuais Presidente da República e da Câmara dos Deputados.

Estas são as idas e vindas tradicionais do cenário político brasileiro; que resultam em ainda mais volatilidade no preço dos ativos. Neste sentido, o Risco Brasil ganhou 0,3 pontos percentuais em março, para 1,8%, com a maior parte dos ativos de risco domésticos sendo penalizadas

2. CLASSES DE ATIVOS LOCAIS

Março foi um mês moderadamente negativo para os mercados locais brasileiros, apesar do bom desempenho do mercado internacional. O índice IBX, representativo do mercado de ações, caiu 1,22%, enquanto que as empresas do setor elétrico continuaram a se valorizar, com o índice IEE ganhando 2,23%. No mercado de renda fixa, o melhor desempenho ficou com os títulos indexados à inflação de maturidade mais curta, representados pelo índice IMA-B5 que subiram 0,74% (ou 144% do CDI). Os títulos prefixados (IRFM), assim como os indexados a inflação com maturidade mais longa (IMA-B5+), tiveram desempenho positivo, porém abaixo do CDI; rendendo, respectivamente, 0,19% (42% do CDI) e 0,16% (36% do CDI) no mês. O grande destaque ficou para os Fundos Multimercados, que ganharam 0,65% (145% do CDI). Já o Portfólio de Mercado - uma combinação de CDI, prefixados, indexados à inflação, multimercados e bolsa - ganhou 0,08% enquanto que o Portfólio de Risco - uma combinação dos ativos de risco - caiu 0,03%. A título de comparação, em março, o CDI rendeu 0,44%

A Figura 2 ilustra o desempenho das diferentes classes de ativos no mercado local tanto ao longo do mês de março

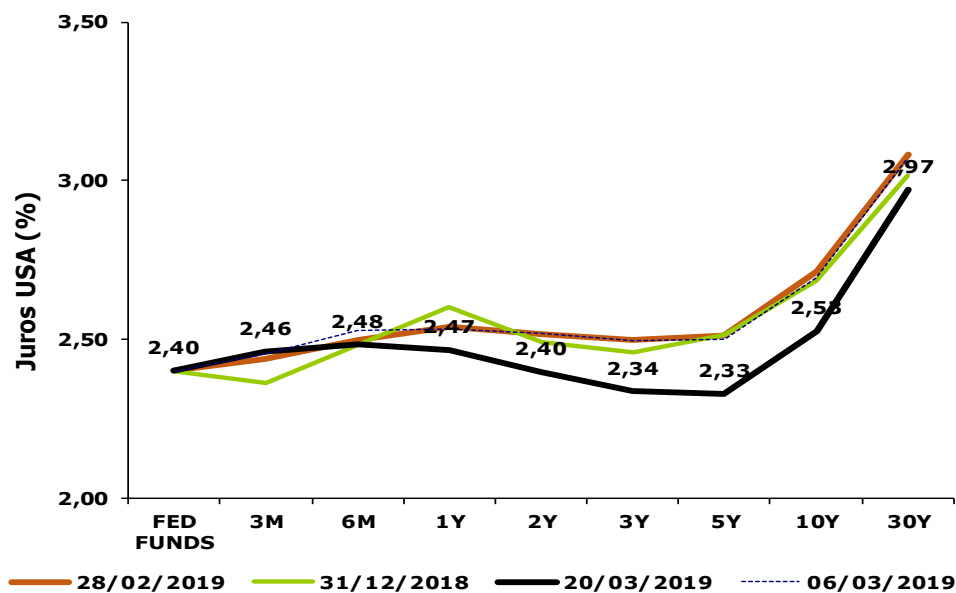


Figura 1: Curva de Juros Prefixada Americana

quanto ao longo do ano de 2019. O desempenho da moeda brasileira, por sua vez, não está ilustrado na Figura 2 abaixo. Mas, ao longo de março, o Real se depreciou 3,84% para 3,91 Reais por Dólar.

3. CLASSES DE ATIVOS INTERNACIONAIS

A Figura 3 ilustra o desempenho das principais classes de ativos internacionais tanto ao longo do mês quanto ao longo do ano. Na verdade, o mês de março foi de ganhos moderados, em um ano que está sendo muito positivo para os ativos de risco globais. Os mercados de renda fixa, em particular, se beneficiaram fortemente da recente queda dos juros longos americanos, entregando um desempenho que pode ser classificado como estelar. As classes de ativo ilustradas na Figura 3 são as seguintes: liquidez (FED FUNDS), prefixados (TREASURIES), indexados à inflação (TIPS), crédito grau de investimento (CREDIT IG), crédito especulativo (CREDIT HY), Hedge Funds (HF), dívida de países emergentes (EMBI+), bolsa americana (SPX500) e commodities.

Note que ao longo do mês, o melhor desempenho dentre as classes de risco globais ficou com os fítulos indexados à inflação (TIPS), com ganhos de 3,43%; seguidos de crédito grau de investimentos, com ganho de 2,94%; depois crédito grau especulativo, com ganho de 2,38% e então os prefixados, com ganho de 1,99%. Ou seja, a forte queda nos juros longos americanos beneficiou todas as subclasses de renda fixa, que tiveram desempenho bastante superior àqueles dos ativos mais voláteis.

Já a dívida emergente, que poderia também se beneficiar desta queda nos juros longos, teve um rendimento de somente 1,1% em março. O que ocorreu é que, contrabalançando a queda dos juros, os prêmios por risco país na verdade aumentaram – com efeito negativo sobre o rendimento.

4. POSICIONAMENTO

Em luz destes e outros desenvolvimentos, o Comitê de Investimentos da AQUA Wealth Management, resolveu – para os mercados locais - aumentar a alocação em renda variável de uma sobre-alocação moderada (MO) para uma forte sobre-alocação (SO); portanto, um movimento de dois passos táticos.

Além do mais, como proteção para uma possível queda na bolsa, o Comitê decidiu por aumentar a exposição ao dólar americano de uma alocação neutra (N) para uma sobre-alocação moderada (MO).

Estes três passos táticos (dois na renda variável e um no dólar), foram financiados por uma redução de três passos na alocação do CDI: de neutro (N) para uma forte sub-alocação (SU).

As decisões do Comitê de Investimentos da AQUA Wealth Management estão ilustradas na Figura 4.

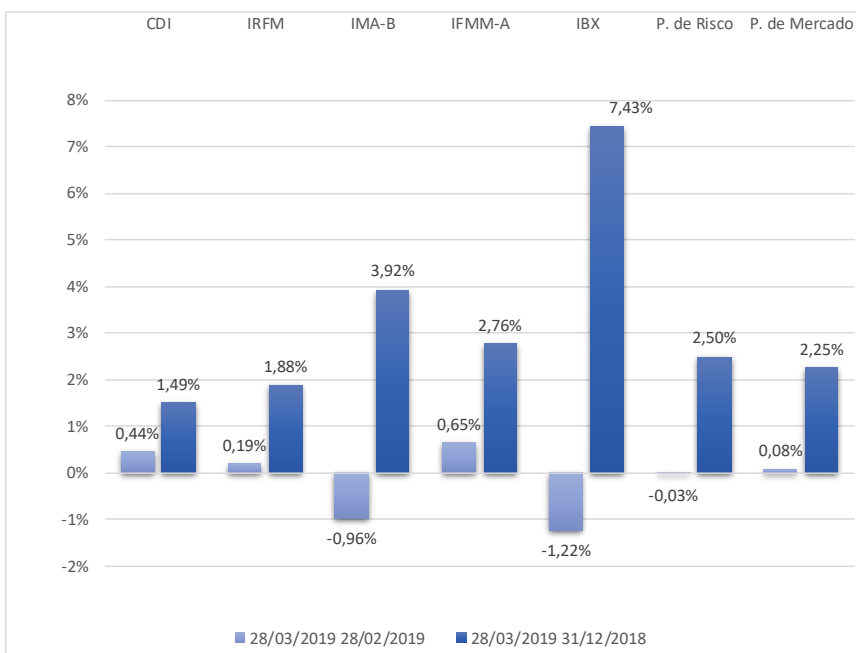


Figura 2: Classes de ativos domésticas

Os argumentos para a forte sobre-alocação (SO) em renda variável e a sobre-alocação moderada (MO) em dólar são as seguintes:

(i) com a taxa SELIC extraordinariamente baixa, e a possibilidade de que permaneça baixa - ou até mesmo mais baixa - para apoiar o ajuste fiscal; os mercados de renda fixa brasileiros estão extremamente caros, com a taxa real de um ano pagando menos do que 2,5% ao ano. Esta distorção também existe, apesar de menor, nos juros longos - que também estão caros; porém menos caros do que as taxas de juros curtas. A bolsa brasileira, por sua vez, permanece com um PE (price-earnings) de 11,5 - um pouco abaixo de sua média histórica; portanto nem cara nem barata; mas extremamente atrativa em relação ao CDI e a Renda Fixa.

(ii) O PIB brasileiro, medido em dólares, representa hoje próximo a 2% do PIB global - consideravelmente abaixo de sua média histórica. Ou seja, com um olhar de médio a longo prazo, não está caro comprar Brasil nas circunstâncias atuais. Além do mais, o ajuste de volta à proporção média histórica do PIB Global, deverá se dar ou por uma apreciação cambial, ou por inflação, ou por crescimento econômico, ou qualquer combinação destes três fatores. Com a taxa SELIC extraordinariamente baixa, a primeira opção é a menos provável. Por outro lado, com a economia brasileira com elevada capacidade ociosa,

um ajuste via inflação também parece pouco provável - pelo menos no curto prazo. Neste sentido, a maior parte do ajuste deverá ocorrer através de um aumento do PIB Real - o que deve acontecer mais cedo ou mais tarde; dependendo do andamento das reformas

(iii) a taxa SELIC extraordinariamente baixa, significa que qualquer choque negativo na economia brasileira - seja uma crise externa ou a não aprovação das reformas - deverá se materializar, em maior proporção, na depreciação cambial e em menor proporção na queda do preço dos ativos em Reais. Isto foi exatamente o que aconteceu em 2018, quando a bolsa brasileira subiu 15,4% em reais, mas - em dólares - caiu 0,3% devido à depreciação cambial de 15,7%. Na presença de um choque positivo, por sua vez, - seja ele um cenário externo benigno ou a aprovação das reformas - a maior parte do ajuste deverá ser feita pelo aumento no preço dos ativos em reais, e, em menor proporção, pela valorização cambial. É justamente neste sentido que um sobre-alocação moderada (MO) no dólar, como decidido pelo Comitê de Investimentos da AQUA Wealth management, serve de proteção para a forte sobre-alocação (SO) em renda variável.

Por fim, algumas palavras de alerta. A renda variável é caracterizada não apenas por sua alta volatilidade como também por uma grande incidência de eventos extremos. Em condições de Normalidade estes eventos extremos deveriam acontecer uma vez a cada cem anos. No

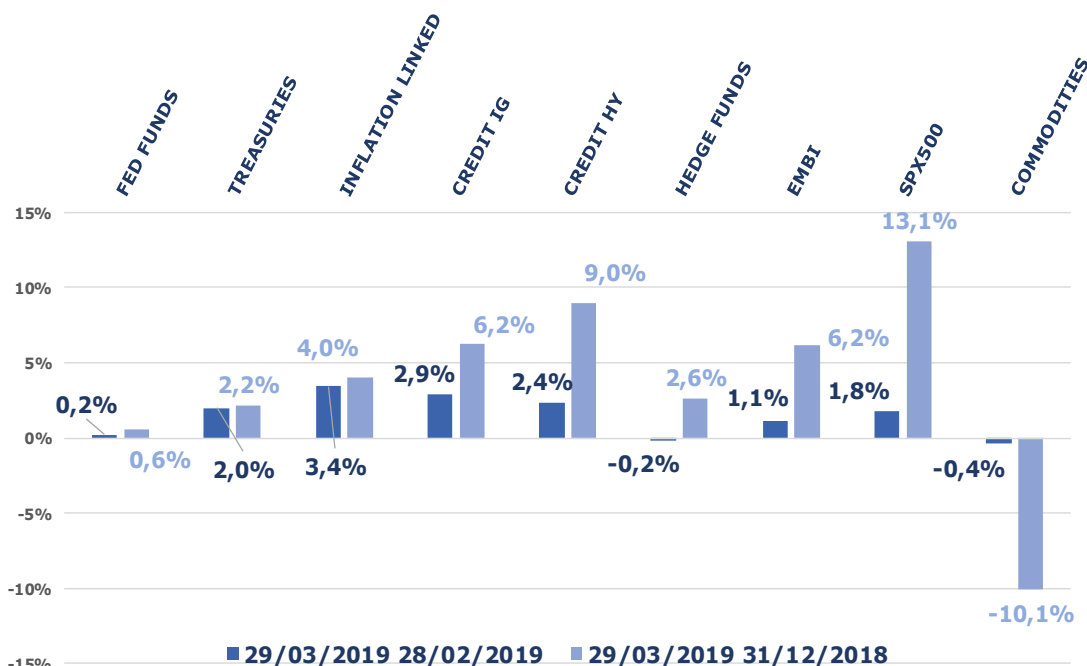


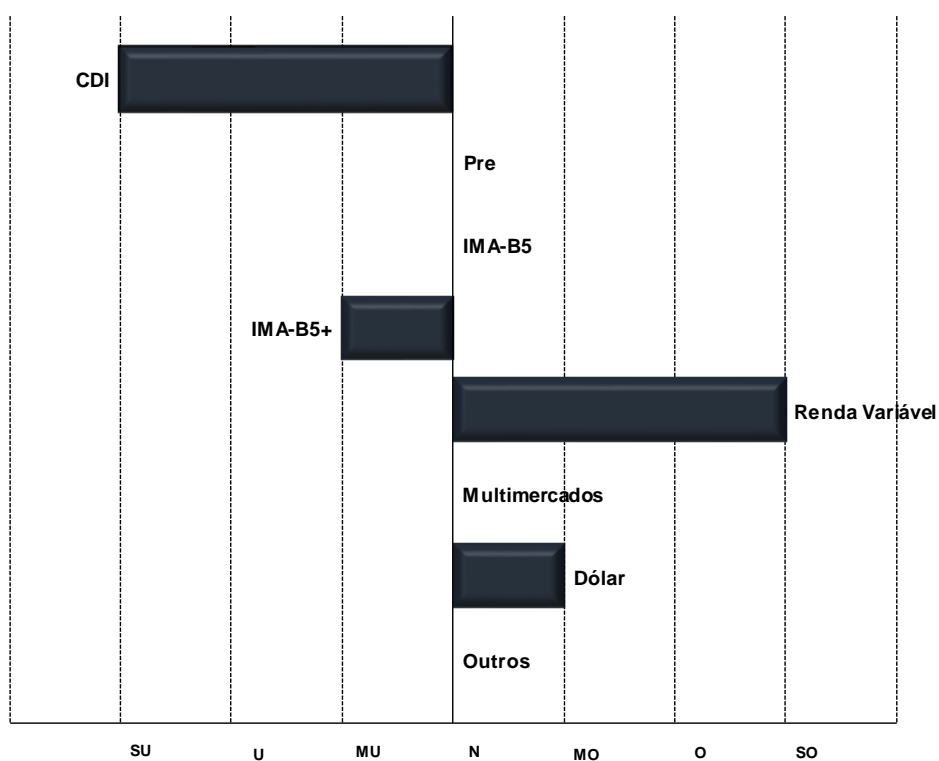
Figura 3: Classes de ativos globais

entanto, na renda variável, eles acontecem, em média, uma vez a cada dois anos. Neste sentido, na renda variável, quedas de 30% ou 40% são esperadas, assim como ganhos de 30% e 40%.

Na verdade, uma forte sobre-alocação em renda variável, como decidida pelo Comitê de Investimentos da AQUA Wealth Management, expõe os portfólios a este tipo de oscilação. E deve, portanto, ser implementada dentro de um contexto de diversificação, com conhecimento dos preceitos de gestão de risco e respeitando o Perfil de Risco

e objetivos dos investidores. Porém, mais importante, a forte sobre-alocação em renda variável deve ser feita com Disciplina. Afinal, a bolsa de valores irá eventualmente cair 30% ou 40%. Isto faz parte do jogo. E é importante que não se mude de ideia quanto à forte sobre-alocação em bolsa justamente no meio da crise, quando os preços já caíram e não existe nada mais que possa ser feito.

AQUA Wealth Management: Alocações Táticas, Portfólio Local



Fonte: AQUA Wealth Management

Figura 4: Decisões de AQUA Wealth Management

MERCADO LOCAL

ÍNDICES	28-mar-19	desde 31/12/2018
CDI	0,44%	1,49%
TÍTULOS PREFIXADOS (IRFM)	0,19%	1,88%
TÍTULOS DE INFLAÇÃO (IMA-B)	-0,96%	3,92%
MULTIMERCADOS (IFMM-A)	0,65%	2,76%
BOLSA (IBX)	-1,22%	7,43%
DÓLAR (PTAX)	3,84%	0,68%

MERCADO INTERNACIONAL

ÍNDICES	29-mar-19	desde 31/12/2018
MONEY MARKETS	0,19%	0,58%
TÍTULOS PREFIXADOS	1,99%	2,15%
TÍTULOS DE INFLAÇÃO	3,43%	4,03%
CRÉDITO GRAU DE INVESTIMENTO	2,94%	6,22%
CRÉDITO GRAU ESPECULATIVO	2,38%	9,01%
MERCADOS EMERGENTES	1,10%	6,16%
HEDGE FUNDS	-0,17%	2,60%
BOLSA	1,79%	13,07%
COMMODITIES	-0,37%	-10,10%
OURO	-1,59%	0,77%

INFORMAÇÕES IMPORTANTES

Produzido pela Aqua Gestão de Valores Mobiliários ("Aqua"). A finalidade deste material é ser um comentário geral do mercado. Os portfólios são meros indicadores de desempenho para os clientes, podendo não representar transações reais ou investimentos em contas de clientes. A Aqua não se responsabiliza pela exatidão ou completude das informações aqui contidas nem se responsabiliza por eventuais prejuízos de qualquer natureza em consequência do uso destas informações. Este material não deve ser a única fonte para avaliar e suportar a decisão de investimento, pois nem todas as ideias de investimento mencionadas são adequadas para todos os investidores ("Suitability"). O valor e os rendimentos provenientes dos investimentos estão sujeitos a variação e flutuação, não havendo garantia de retornos para os investimentos realizados. O conteúdo deste material é expressamente proibido sem autorização prévia por escrito da Aqua.