

O DESEMPENHO EXCEPCIONAL DOS MERCADOS FINANCEIROS AO LONGO DE 2019 FOI RESULTADO DE UMA NOVA REALIDADE MONETÁRIA, EM QUE OS BANCOS CENTRAIS INJETAM LIQUIDEZ NÃO APENAS APÓS AS CRISES, COMO ACONTECIA NO PASSADO, MAS TAMBÉM DIANTE DA MERA POSSIBILIDADE DE UMA CRISE. NESTA NOVA REALIDADE, A LIQUIDEZ NÃO MAIS SECARIA DIANTE DE UM AUMENTO NOS PRÊMIOS POR RISCO; MAS SOMENTE DEVIDO AO RESSURGIMENTO DA INFLAÇÃO QUE, NO MOMENTO, PARECE BASTANTE CONTROLADA – ATÉ QUE, UM DIA, EVENTUALMENTE, DEIXE DE SER.

1. INTRODUÇÃO

Ao final de 2018, o grande pessimista Nouriel Roubini¹ enumerou dez grandes riscos com os quais se depararia a economia mundial no então distante ano de 2020. Eles seriam os seguintes: (i) a desaceleração da economia americana, devido a uma diminuição dos efeitos do estímulo fiscal; (ii) as pressões inflacionárias nos Estados Unidos, resultantes de uma economia super aquecida; (iii) o acirramento da guerra comercial entre Estados Unidos, México, Canadá e outros países; (iv) políticas americanas estagflationárias - entre elas restrições a imigração - que

aumentariam ainda mais as pressões inflacionárias; (v) a desaceleração da economia chinesa em decorrência da sobre-utilização da capacidade instalada e alavancagem excessiva; (vi) a desaceleração da Europa em decorrência do aperto monetário do Banco Central Europeu e da guerra comercial; (vii) o alto preço dos ativos financeiros, que no caso específico do mercado acionário de 2018 estava com um "price-earning ratio" 50% acima de sua média histórica; além de sobrevalorizações nos mercados de "private equity", crédito grau especulativo e imobiliário (viii) o agravamento da crise financeira - uma vez que ela acontecesse - devido à falta de liquidez e

¹ Roubini, Nouriel (2019): "The Makings of a 202 Recession and Financial Crisis"; September, Project Syndicate

liquidação forçada de ativos; (ix) a possibilidade do presidente americano Donald Trump causar uma crise de política externa por motivos eleitorais; (x) e, finalmente, a falta de instrumentos de política econômica para lidar com a próxima crise, uma vez as taxas de juros já estavam muito próximas a zero e as políticas fiscais limitadas pelo excessivo endividamento público.

No entanto, ao longo de 2019, na medida em que, primeiro o Banco Central Europeu (em junho) e depois o Banco Central americano (em agosto), reverteram suas políticas de aperto monetário para uma de franco estímulo – e tudo isto sem nenhuma pressão inflacionária aparente - a crise financeira esperada por Roubini não apenas não ocorreu como deu-se exatamente o oposto: os mercados financeiros subiram fortemente. No caso específico da bolsa americana, que Roubini dizia sobrevalorizada 50%, o índice S&P500 subiu extraordinários 28,7% no ano, seu melhor desempenho desde 1997 – com algo parecido acontecendo para todas as outras classes de ativos, com exceção de Commodities (ver seções II e III).

Na verdade, Roubini não estava totalmente enganado em sua análise invariavelmente pessimista; pois os Bancos Centrais Europeu e Americano afrouxaram a política monetária precisamente para conter alguns dos riscos enumerados por Roubini. O que faltou na análise de Roubini – e de inúmeros outros analistas - é que,

contrariamente ao que acontecia no passado, quando os Bancos Centrais agiam somente depois dos riscos se materializarem, em 2019 eles decidiram inovar e agir preventivamente. Ou seja, nesta nova realidade monetária, os mercados financeiros seriam injetados com liquidez não apenas depois das crises, mas também diante da mera perspectiva de uma crise. E tudo isto, aparentemente, sem pressões inflacionárias – pelo menos no curto prazo.

Esta foi a história que caracterizou os mercados financeiros no ano de 2019: a da transição para uma nova realidade monetária ainda mais frouxa que a anterior. E, se o passado é alguma indicação do que virá acontecer no futuro, historicamente a liquidez geralmente secou ou através de uma inflação mais elevada – e seu decorrente aperto monetário - ou através de um aumento nos prêmios por risco – seja devido a uma guerra, um atentado terrorista, um desastre natural ou uma crise financeira. No entanto, é justamente sobre esta segunda possibilidade – o aumento nos prêmios por risco - que os Bancos Centrais se demonstraram dispostos a agir agressivamente – seja a posteriori como no passado ou, como em 2019, antecipadamente. Em outras palavras, das explicações históricas de como eventualmente é secada a liquidez, resta apenas a inflação. E a inflação, pelo menos até o momento, parece bastante controlada. Até que um dia ela deixe de ser.

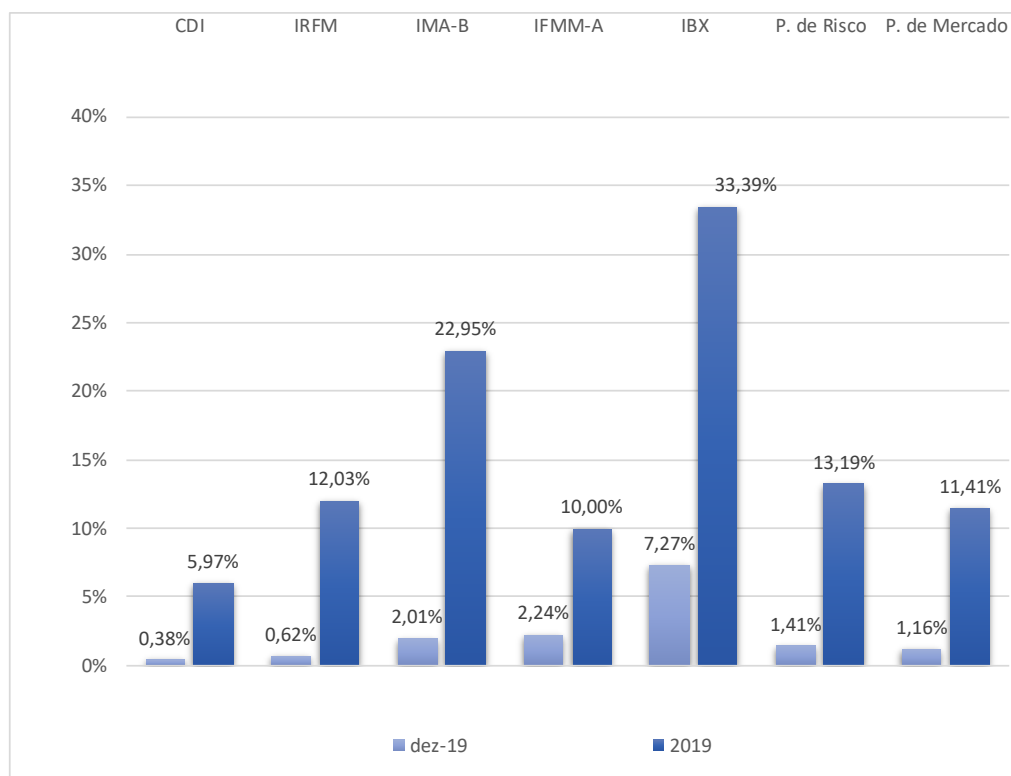


Figura 1: Classes de Ativos Local ao longo do mês e do ano

Este relatório trata do desempenho dos mercados financeiros locais e internacionais ao longo do mês de dezembro e ao longo do ano de 2019. Ele é dividido em 4 seções além desta Introdução. A seção 2 trata do desempenho das classes de ativos locais do mercado brasileiro. A seção 3, por sua vez, trata do desempenho dos mercados internacionais. A seção 4 trata do posicionamento da AQUA Wealth Management em luz destes desenvolvimentos. Por fim, a seção 5 conclui.

2. CLASSES DE ATIVOS LOCAIS

Em linha com o que aconteceu com os mercados internacionais, o mercado local brasileiro também teve um desempenho excepcional em 2019. A bolsa brasileira, representada pelo índice IBX foi a classe de ativos com o melhor desempenho, com ganhos de 33,4% no ano, seguida pelos títulos indexados à inflação (IMA-B) que subiram 23%, os prefixados (IRFM) que renderam 12% e por fim os multimercados, representados pelo índice IFMM-A, que tiveram ganhos de 10% no ano. O CDI, em seu mínimo histórico, rendeu apenas 6% ao longo de 2019 e a moeda brasileira - apesar de forte oscilação - fechou 2019 em 4,03 Reais por dólares, uma depreciação de 4% no ano.

Dentre as várias subclasses de ativos, na renda variável cabe destacar o Índice Small Caps e do Setor Elétrico que subiram, respectivamente 58,2% e 55,6% em 2019. Já na

renda fixa, o destaque ficou com o índice IMA-B5+, composto de títulos de inflação com maturidade mais longa, com desempenho de 30,4% no ano.

A Figura 1 ilustra o desempenho das várias classes de ativos do mercado local brasileiro tanto ao longo do ano de 2019 quanto ao longo do mês de dezembro. Note que em dezembro, assim como ao longo de 2019, todas as classes de ativos renderam muito acima do CDI. A Figura 1 também ilustra o desempenho de duas proxies para investimentos diversificados – os Portfólios de Mercado e o de Risco – o primeiro contendo o CDI e o segundo não. Ao longo de 2019 estes dois portfólios tiveram retorno de, respectivamente, 11,41% e 13,19%.

3. CLASSES DE ATIVOS INTERNACIONAIS

A Figura 2 ilustra o desempenho das principais classes de ativos internacionais tanto ao longo do ano de 2019 quanto no mês de dezembro. Como já mencionado anteriormente, o maior destaque ficou com a bolsa americana, que subiu 28,9% em 2019 e teve seu melhor desempenho em 22 anos. Mas tiveram também destaque o ouro, que subiu 18% e os títulos de crédito de grau de investimento, que tiveram ganhos de 17,3% basicamente devido ao efeito das quedas das taxas de juros (efeito "duration"). Os títulos de crédito mais arriscados, por sua vez, também se beneficiaram das quedas nos juros, mas

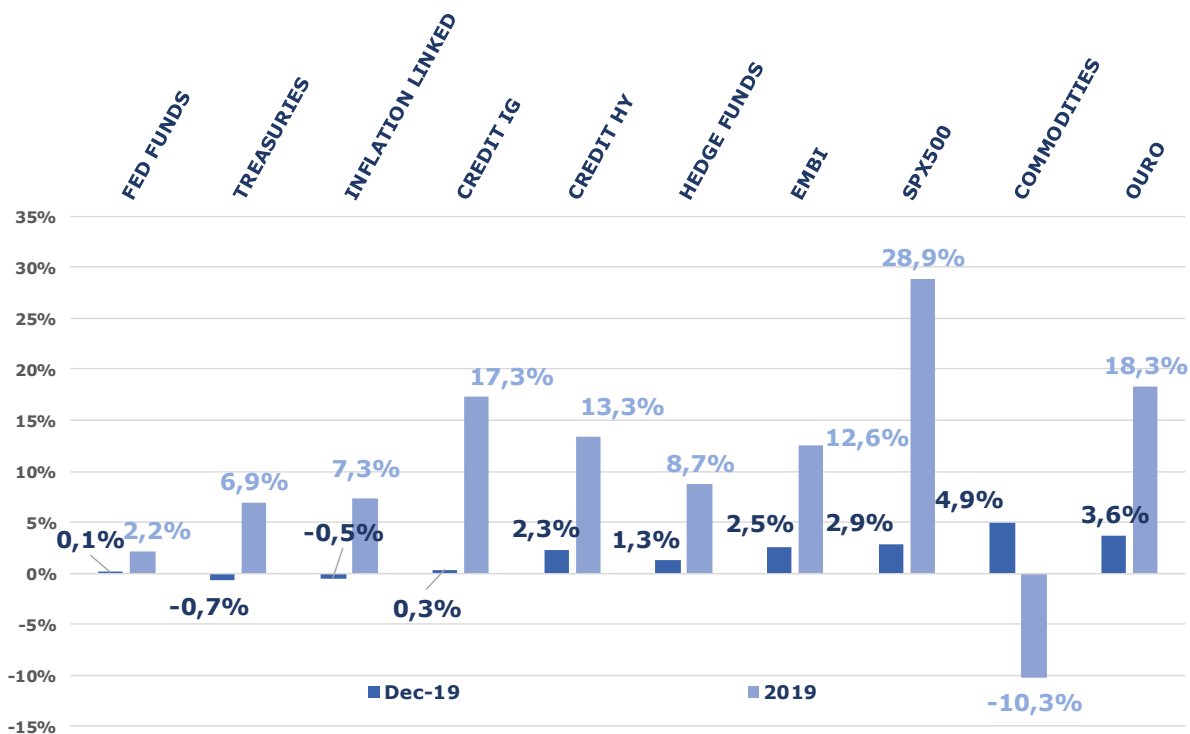


Figura 2: Classes de Ativos Internacionais ao longo do mês e do ano

por outro lado, sofreram com os aumentos nos spreads de crédito ("spread duration"). Neste sentido, apesar de terem também um bom desempenho, este acabou sendo abaixo dos títulos grau de investimento. Na verdade, os títulos de crédito especulativo ganharam 13,3% ao longo de 2019 e os títulos de crédito emergente ganharam 12,6%.

A Figura 2 ilustra o desempenho destas classes de ativos globais, tanto ao longo do ano de 2019 quanto em dezembro. As classes de ativo representadas na Figura são: liquidez (FED FUNDS), prefixados (TREASURIES), indexados à inflação (TIPS), crédito grau de investimento (CREDIT IG), crédito especulativo (CREDIT HY), Hedge Funds (HF), dívida soberana de países emergentes (EMBI+), bolsa americana (SPX500), commodities e ouro.

4. POSICIONAMENTO

Em luz da permanência de um cenário de altíssima liquidez global e taxas de juros extraordinariamente baixas no Brasil - o Comitê de Investimentos da AQUA Wealth Management decidiu por manter as alocações dos seus Portfólios locais inalteradas, próximo ao seu nível máximo de risco. Estas alocações estão representadas na Figura 3 abaixo e, de uma maneira geral, refletem (i) uma forte sobre-alocação em renda variável local, financiada, em parte, por uma sub-alocação moderada no CDI mas também por uma sub-alocação nos títulos longos de inflação (ii) uma aposta em inflação implícita, representada por uma sub-alocação em títulos prefixados e uma sobre-alocação nos títulos de inflação curta.

Além do mais, o Comitê de Investimentos da AQUA Wealth Management discutiu, mais uma vez, a dinâmica da taxa de câmbio Real-Dólar; porém optou por não tomar nenhuma decisão tática, mantendo a posição neutra em Dólar nos Portfólios Locais. Os pontos levantados referem-se a taxa SELIC em 4,5% que, com uma inflação de 3,5% em 2020, resultariam em uma taxa de juros real de 1% ao ano - consideravelmente mais baixa dos que os "yields" em dólares dos títulos soberanos brasileiros que estão em 3%. Uma situação como esta só poderia ser mantida se os investidores cobrassem um desconto - e não um prêmio - para estarem expostos a moeda brasileira; uma realidade que, na visão da AQUA Wealth Management, ainda está muito longe de se materializar. Além do mais, mesmo que o Risco Brasil continue a ceder, O Banco Central brasileiro deve optar por cortar a SELIC ainda mais rapidamente, ao invés de permitir uma valorização da moeda brasileira.

5. CONCLUSÃO

William McChesney Martin Jr., o Presidente do Banco Central americano entre 1951 e 1970, costumava dizer que o papel de um Banco Central era o de "retirar a bebida assim que a festa começasse"². Ou seja, esperava-se que o Banco Central aumentasse as taxas de juros logo depois de um longo ciclo de expansão econômica.

Isto, no entanto, não é mais verdade. Usando o mesmo aforismo de William McChesney Martin, o que espera-se de um Banco Central dos dias de hoje, é que ele "traga a bebida tão logo a festa acabe" - as famosas "Greenspan e Bernanke puts", em que as taxas de juros eram agressivamente reduzidas tão logo as bolhas explodissem - ou, na nova realidade monetária pós-2019, que o Banco Central "traga a bebida tão logo surjam evidências de que a festa pode acabar".

Com uma inflação de preços ao consumidor controlada por baixos salários na China e uma revolução tecnológica no setor de serviços, esta nova realidade monetária sugere que a festa pode muito bem continuar - provavelmente com alguns sobressaltos. E isto deve durar até o dia em que a inflação de bens ao consumidor torne-se mais uma vez um incômodo para os Bancos Centrais.

² Ou seja, "take away the punch bowl just as the party gets going".

AQUA Wealth Management: Alocações Táticas, Portfólio Local

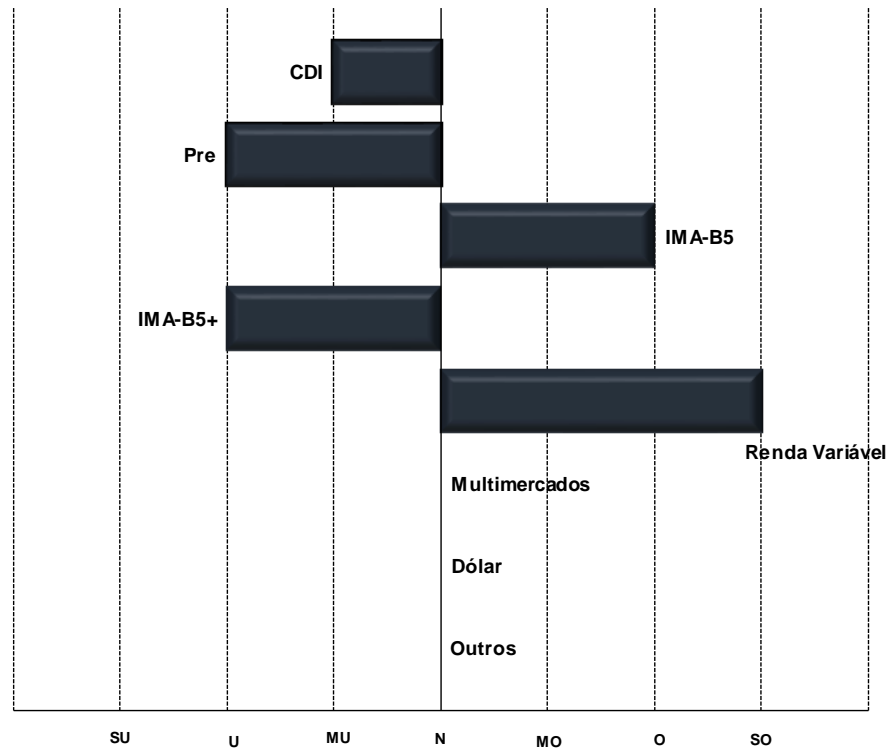


Figura 3: Posicionamento AQUA Wealth Management

MERCADO LOCAL

Mês

Ano

ÍNDICES	31-dez-19	31-dez-19
CDI	0,38%	5,97%
TÍTULOS PREFIXADOS (IRFM)	0,62%	12,03%
TÍTULOS DE INFLAÇÃO (IMA-B)	2,01%	22,95%
MULTIMERCADOS (IFMM-A)	2,24%	10,00%
BOLSA (IBX)	7,27%	33,39%
DÓLAR (PTAX)	-4,88%	4,02%

MERCADO INTERNACIONAL

Mês

Ano

ÍNDICES	31-dez-19	31-dez-19
MONEY MARKETS	0,13%	2,18%
TÍTULOS PREFIXADOS	-0,67%	6,92%
TÍTULOS DE INFLAÇÃO	-0,52%	7,33%
CRÉDITO GRAU DE INVESTIMENTO	0,34%	17,27%
CRÉDITO GRAU ESPECULATIVO	2,31%	13,34%
MERCADOS EMERGENTES	2,52%	12,60%
HEDGE FUNDS	1,27%	8,68%
BOLSA	2,86%	28,88%
COMMODITIES	4,90%	-10,32%
OURO	3,64%	18,31%

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.