



O RALLY NA BOLSA AMERICANA MANTEVE O FÔLEGO EM ABRIL, APESAR DOS INDÍCIOS DE UMA DESACELERAÇÃO DA ECONOMIA GLOBAL E DE UMA MAIOR PRESSÃO PARA AUMENTO DE SALÁRIOS NOS ESTADOS UNIDOS. NA VERDADE, O S&P500 GANHOU 3,39% NO MÊS, ACUMULANDO UM EXPRESSIVO GANHO DE 17,51% AO LONGO DO ANO. JÁ NO BRASIL, FOI COMO SE OS MERCADOS FINANCEIROS ESTIVESSEM CONGELADOS. TANTO A CURVA DE JUROS PREFIXADOS COMO A TAXA DE CÂMBIO PRATICAMENTE NÃO SE MOVERAM DURANTE O MÊS, ENQUANTO QUE O IBOVESPA TEVE UM GANHO MARGINAL DE 1,06%.

1. INTRODUÇÃO

De acordo com o último Relatório “Global Economic Outlook” do Fundo Monetário Internacional, a economia global deve desacelerar de um crescimento de 3,1% ao ano em 2018 para 2,7% em 2019. A desaceleração virá, em sua maior parte, dos países desenvolvidos – principalmente Estados Unidos (de 2,9% para 2,3%) e Alemanha (de 1,5% para 0,8%) – mas também da França (de 1,5% para 1,3%), da Inglaterra (de 1,4% para 1,2%) e da Itália (de 0,9% para 0,1%); este último sendo o país desenvolvido com maior probabilidade de entrar em recessão. A título de ilustração, desde 1980, o crescimento médio da economia mundial tem sido de 3,4% ao ano, com uma volatilidade

de 1,1%. Em períodos de recessão, como por exemplo 1982 e 2009, o crescimento mundial caiu para, respectivamente, 0,5% e -0,1% ao ano.

Os mercados financeiros globais, no entanto, não se abateram diante dos sinais da desaceleração; e o bom desempenho das principais categorias de risco continuou com força total. Por exemplo, a bolsa americana, representado pelo índice S&P500 ganhou 3,9% no mês, enquanto que os títulos de crédito de grau especulativo subiram 2%. Pelo que parece os mercados financeiros decidiram focar no lado positivo do “Global Economic Outlook” e deixar de lado a perspectiva de desaceleração econômica.

Na verdade, existem também muito boas notícias no "Global Economic Outlook" pois o Fundo Monetário Internacional prevê uma aterrissagem suave ("soft landing") da economia mundial ao invés da temida aterrissagem forçada ("hard landing"). O que acontece é que, apesar da desaceleração global, o FMI espera que, em 2019, pouquíssimos países estejam em recessão: apenas 6,7% dos 194 países analisados pelo Relatório. Melhor ainda, em 2020 - ano em que o Fundo espera que a economia mundial cresça 2,9% - apenas 2,6% dos países analisados devem estar em recessão – o mínimo de toda a série histórica que se inicia em 1980.

A Figura 1 abaixo ilustra a proporção de países em recessão em um determinado ano da economia mundial. Cabe notar que desde 1980, a quantidade média de países em recessão foi de 14,9% e, em uma crise como a de 2008-2009, este número atingiu 48% dos países.

Já quanto ao Brasil, em abril, o noticiário político pareceu finalmente dar uma trégua – depois da sequência de fatos negativos reportados em março. Neste sentido os mercados financeiros locais estiveram quase como congelados ao longo do mês, e tanto a curva de juros quanto o câmbio praticamente não se moveram.

No entanto, no que diz respeito ao cenário econômico brasileiro, as perspectivas têm piorado continuamente. De acordo com o último relatório Focus do Banco Central do Brasil – de 06 de maio de 2019 - a expectativa de

crescimento econômico para 2019 - que já estava, em março, no patamar bastante baixo de 1,97% ao ano - caiu para 1,49% no final de abril. Enquanto isto, as expectativas de inflação continuam a aumentar, atingindo 4,04% ao ano para 2019, comparado com 3,9% em março.

Na seção 2 abaixo, temos uma análise do desempenho das principais classes de ativos do mercado local brasileiro, tanto ao longo do mês quanto ao longo do ano. A seção 3 trata do desempenho das classes de ativos globais. Por fim, a seção 4 trata do posicionamento da AQUA Wealth Management.

2. CLASSES DE ATIVOS LOCAIS

Apesar do bom desempenho da economia mundial, os mercados financeiros locais brasileiros, mantiveram-se praticamente estáveis ao longo de abril com baixíssimas oscilações. O índice IBX, representativo do mercado de ações, subiu 1,06%, com as empresas do setor elétrico, representadas pelo índice IEE ganhando 2,24% e as empresas de baixa capitalização, representadas pelo índice SMLL ganhando 1,66%. No mercado de renda fixa, o melhor desempenho ficou com os títulos indexados à inflação de maturidade mais longa, representados pelo índice IMA-B5+ que subiram 1,79% (ou 346% do CDI). Os títulos prefixados (IRFM), assim como os indexados a inflação com maturidade mais curta (IMA-B5), também tiveram desempenho positivo, rendendo,



Figura 1: Proporção de países em recessão na economia mundial, em um determinado ano

respectivamente, 0,61% (117% do CDI) e 1,51% (290% do CDI) no mês. O pior desempenho ficou para os Fundos Multimercados, representados pelo índice IFMM-A, que ganharam 0,16% (0,3% do CDI). Já o Portfólio de Mercado – uma combinação de CDI, prefixados, indexados à inflação, multimercados e bolsa – ganhou 0,63% em abril enquanto que o Portfólio de Risco – uma combinação dos ativos de risco – teve um rendimento marginalmente superior, com ganhos de 0,66%. A título de comparação, em abril, o CDI rendeu 0,56%

A Figura 2 ilustra o desempenho das diferentes classes de ativos no mercado local tanto ao longo do mês de abril 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 abril e ao longo do ano, o Real se depreciou, respectivamente, 0,01% e 1,20% para 3,921 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 abril foi mais um mês de ganhos para os ativos de maior risco, em um ano que está sendo muito positivo para os mercados financeiros globais.

O mercado de renda fixa americano, no entanto, que vinha até então tendo um desempenho superior devido à queda das taxas de juros longas, em abril acabou por devolver um pequeno pedaço deste ganho, na medida em que os juros de 10 e 30 anos subiram aproximadamente 0,10 pontos percentuais.

As classes de ativos 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 a renda variável americana (SP500) com ganhos de 3,93%; seguida de crédito grau especulativo, com ganho de 2,2% e então crédito grau de investimento, com ganho de 0,61%. Note também que devido a leve alta dos juros longos, os principais mercados de renda fixa soberana – prefixados e indexados à inflação – sofreram leves perdas durante o mês, com os prefixados (TREASURIES) rendendo -0,32% e os indexados à inflação (TIPS) rendendo -0,17%. A dívida emergente, por sua vez, teve mais um mês de rendimento negativo, com uma perda de -0,74%.

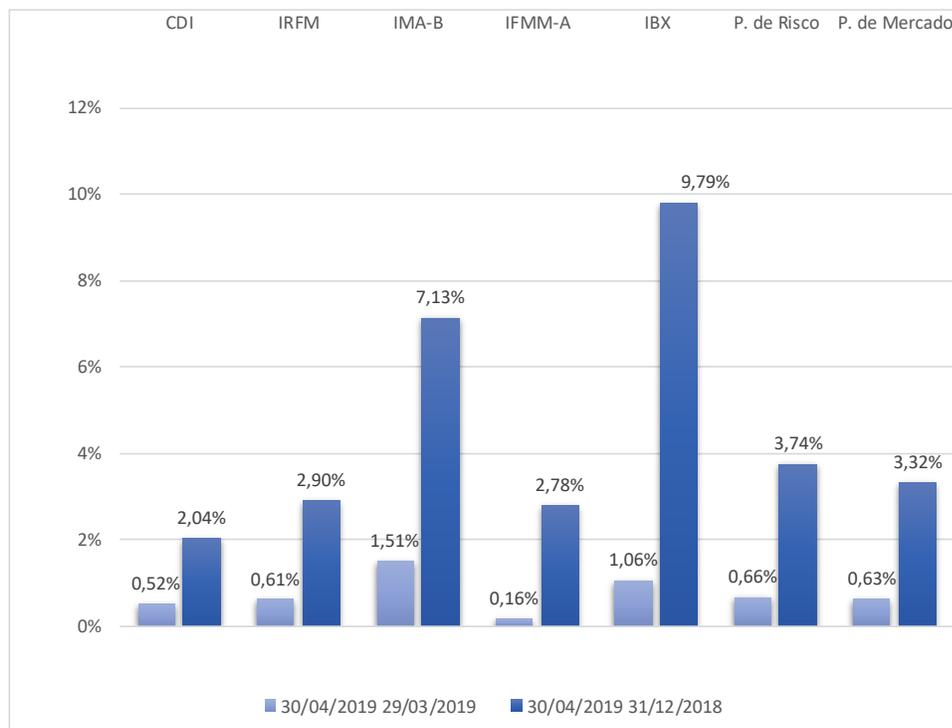


Figura 2: Classes de ativos domésticas

4. POSICIONAMENTO

À luz destes e outros desenvolvimentos, o Comitê de Investimentos da AQUA Wealth Management, manteve - para os mercados locais - a forte sobre-alocação em renda variável, financiada por uma forte sub-alocação em CDI. Além do mais, como proteção para uma possível queda na bolsa, o Comitê mantém uma exposição moderada ao dólar americano financiada por uma sub-alocação moderada em títulos de inflação longos. As decisões do Comitê de Investimentos da AQUA Wealth Management estão ilustradas na Figura 4.

Os argumentos para este posicionamento da AQUA Wealth Management - que implica em um aumento de magnitude considerável no risco ativo dos portfólios - já foram analisados na última Carta Mensal, e são repetidos abaixo, em itálico; com as atualizações devidas.

O primeiro e segundo argumentos eram os 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 11,59 - 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.”

Neste ponto cabe notar que os últimos dados do Relatório Focus do Banco Central, ilustram que as expectativas de inflação têm aumentado, enquanto que as expectativas de crescimento estão cada vez mais baixas. Esta tendência persistindo, pode resultar em uma leve mudança no financiamento das sobre-exposições da AQUA Wealth Management, que no momento, além do

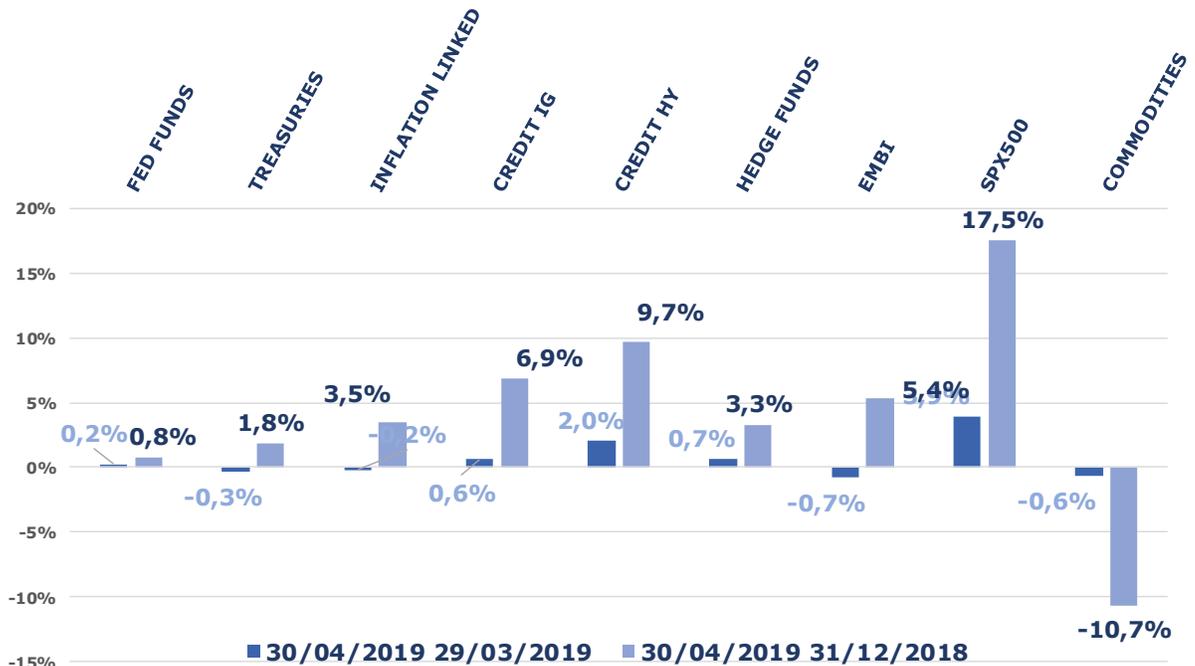


Figura 3: Classes de ativos globais

CDI, vem sendo também feita pelos indexados à inflação - que poderiam então ser substituídos pelos prefixados. A Figura 4 ilustra o atual posicionamento da AQUA Wealth Management.

Por fim, abaixo temos o terceiro argumento da última Carta Mensal da AQUA Wealth Management, justificando a sobre-alocação moderada em dólar:

“(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.”

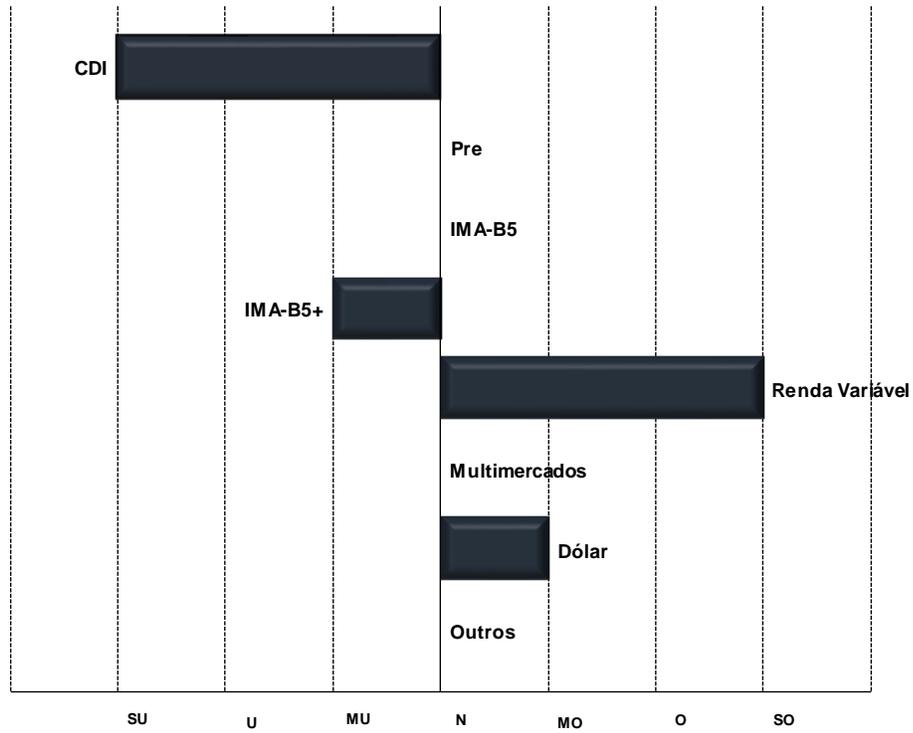
E para concluir, cabe também repetir o alerta da última Carta Mensal da AQUA Wealth Management, que

destaca os riscos de uma forte sobre-exposição em renda variável e os requerimentos para tanto:

“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 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	30-abr-19	31-dez-18
CDI	0,52%	2,04%
TÍTULOS PREFIXADOS (IRFM)	0,61%	2,90%
TÍTULOS DE INFLAÇÃO (IMA-B)	1,51%	7,13%
MULTIMERCADOS (IFMM-A)	0,16%	2,78%
BOLSA (IBX)	1,06%	9,79%
DÓLAR (PTAX)	0,01%	1,20%

MERCADO INTERNACIONAL

ÍNDICES	30-abr-19	31-dez-18
MONEY MARKETS	0,21%	0,79%
TÍTULOS PREFIXADOS	-0,32%	1,83%
TÍTULOS DE INFLAÇÃO	-0,17%	3,46%
CRÉDITO GRAU DE INVESTIMENTO	0,61%	6,87%
CRÉDITO GRAU ESPECULATIVO	2,02%	9,67%
MERCADOS EMERGENTES	-0,74%	5,37%
HEDGE FUNDS	0,66%	3,28%
BOLSA	3,93%	17,51%
COMMODITIES	-0,63%	-10,67%
OURO	-0,68%	0,08%

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.