



A QUEDA DAS BOLSAS DE VALORES INTERNACIONAIS OBSERVADA EM AGOSTO FOI APENAS UMA CORREÇÃO E NÃO UM PRIMEIRO ESTÁGIO NO ESTOURO DE UMA BOLHA ESPECULATIVA; COMO MUITOS ANALISTAS AVENTARAM. NA VERDADE, SE EXISTE UMA BOLHA NOS MERCADOS GLOBAIS, ELA ESTÁ NO MERCADO DE RENDA FIXA DAS PRINCIPAIS ECONOMIAS DESENVOLVIDAS E NÃO NO MERCADO DE AÇÕES – QUE APESAR DE CARO, AINDA PERMANECE DENTRO DE LIMITES DE PREÇO BASTANTE RAZOÁVEIS.

1. INTRODUÇÃO

Se existe uma bolha especulativa nos mercados financeiros globais, ela está, provavelmente, no mercado de renda fixa e não no de renda variável. Neste sentido, a recente especulação de que a queda das principais bolsas internacionais observada em agosto representaria o estouro de uma bolha, pode ter sido exagerada. Afinal, se é que existe um problema, não é no mercado de ações que ele reside.

Os números são bastante ilustrativos. Enquanto que para as economias desenvolvidas os “price-earnings ratios” (*medida que indica em quantos anos o lucro das companhias, se mantido constante, reembolsa o valor*

investido) estão acima de sua média histórica, mas dentro de limites razoáveis - os valores dos títulos de renda fixa emitidos pelos Tesouros destes mesmos países estão extraordinariamente caros.

Por exemplo, o “price-earnings” (PE) da bolsa de valores da Suíça está em 16,8, o da Alemanha em 14,25, Japão em 12,5, Reino Unido em 13 e Estados Unidos em 18. Estes são PEs perfeitamente razoáveis para os padrões históricos destes países – apesar de estarem um pouco mais caro que o normal.

Por sua vez, quando se olha o mercado de renda fixa das principais economias desenvolvidas, nada – mas nada mesmo - parece razoável. As taxas de juros de 10 anos estão em território negativo em países como a Suíça (-

1.03%), a Alemanha (-0,72%) e o Japão (-0,28%) enquanto que, no Reino Unido, estão no baixíssimo patamar de 0,5% ao ano. Nos Estados Unidos, a situação é menos dramática pois a taxa de juros de 10 anos do Tesouro americano está em 1,5% ao ano. No entanto este número se compara a uma taxa de 10 anos média de 2,3% ao ano observada ao longo da última década e de 3,4% ao longo das duas últimas décadas. Ou seja, a renda fixa americana também está bastante cara – mesmo em termos dos últimos vinte anos, um período já caracterizado por taxas de juros muitíssimo baixas pelos padrões históricos mais longos¹.

No entanto, a história ensina que bolhas no mercado de renda fixa eventualmente estouram e acabam também por afetar o mercado de ações. Foi assim, por exemplo, em 1994, 1997 e 2008. No entanto o estouro de uma bolha especulativa usualmente requer um ciclo de aperto monetário pelos Bancos Centrais. E isto não só não está acontecendo – na verdade os juros estão caindo no momento – como também, pelas expectativas do mercado, também não deve acontecer no futuro próximo. Mas é importante ficarmos atentos.

Neste sentido, o medo que tomou conta dos mercados em agosto, e a especulação exagerada de que a bolha especulativa no mercado de ações estaria estourando, devem ser interpretadas com extrema cautela. Afinal, se

existe uma bolha, ela provavelmente está no mercado de renda fixa e não no mercado de ações internacional. O estouro, portanto, deveria começar em outro lugar - e com as taxas de juros subindo. E ao longo dos últimos três meses os juros globais só fizeram cair.

Este relatório trata do desempenho dos mercados financeiros locais e internacionais ao longo do mês de agosto de 2019. Ele é dividido em 3 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

Agosto foi um mais mês marcado por oscilações bastante acentuadas no mercado local brasileiro. O índice IBX, representativo do mercado de ações, variou 9,7% entre os pontos de mínimo e máximo, para terminar agosto com uma perda marginal de 0,16%. As oscilações foram resultado de um mercado internacional bastante volátil – com uma série de rumores sobre estouro de bolhas -

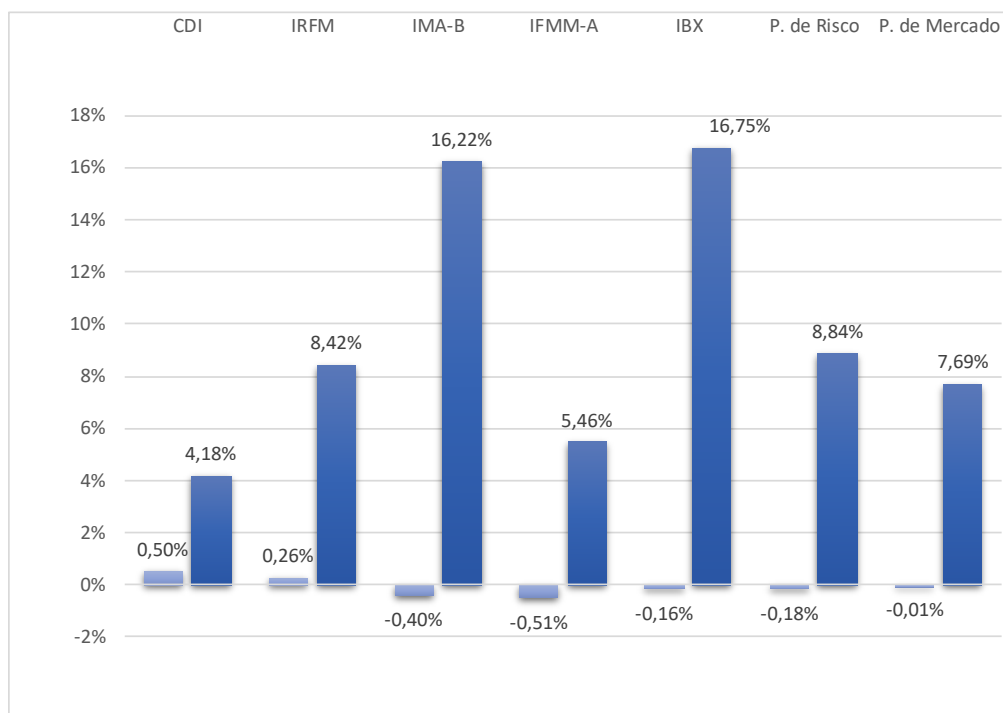


Figura 1: Desempenho das classes de ativos locais ao longo do mês e ano

¹ Desde 1980, a taxa de juros de 10 anos média do Tesouro Americano foi de 4,64%

agravado pela dramática crise de balanço de pagamentos pela qual passa a nossa vizinha Argentina. Por outro lado, pelo lado positivo estavam as notícias domésticas no campo econômico – em particular os dados sobre o PIB trimestral que apontaram para uma lenta recuperação da economia brasileira e não uma nova recessão técnica, como muitos esperavam

De uma maneira geral, em agosto, todas as classes de ativos renderam abaixo do CDI, com o pior desempenho ficando para os fundos multimercados (IFMM-A), seguidos pelos indexados à inflação (IMA-B) e a bolsa (IBX). Todas essas classes tiveram retorno ligeiramente negativo no mês, frente um CDI de 0,5%. Ao longo do ano, a renda variável e os indexados a inflação tiveram o melhor desempenho, rendendo ambos acima dos 16%.

A Figura 1 ilustra o desempenho das diferentes classes de ativos no mercado local brasileiro tanto ao longo do mês de agosto quanto ao longo do ano de 2019. O desempenho da moeda brasileira, por sua vez, não está ilustrado na Figura 2. Mas, ao longo de agosto, o Real se depreciou 8,66% para 4,14 Reais por Dólar.

3. CLASSES DE ATIVOS INTERNACIONAIS

A Figura 2 ilustra o desempenho das principais classes de ativos internacionais tanto ao longo do mês quanto ao longo do ano. Na verdade, o mês de agosto foi

caracterizado por ganhos nas classes de ativos vinculadas a renda fixa – uma vez que as taxas de juros globais continuaram a cair – e perdas nas categorias de risco mais elevado: crédito especulativo, títulos da dívida emergente e ações. Isto está ilustrado na Figura 2, onde as classes de ativo ilustradas 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.

4. POSICIONAMENTO

Em luz destes e outros desenvolvimentos, o Comitê de Investimentos da AQUA Wealth Management, resolveu – para os mercados locais – reduzir ainda mais a alocação em títulos longos indexados à inflação (representados pelo índice IMA-B5+). As posições foram, portanto, reduzidas de uma sub-alocação moderada (MU) para uma sub-alocação (U). Em contrapartida, a alocação em CDI que estava em sub-alocação (U), foi aumentada para uma sub-alocação moderada (MU).

O argumento para esta decisão foi que as taxas de juros longas já caíram em demasia – em parte refletindo a dinâmica internacional – e que o potencial de ganho de carregamento, e de novos ganhos de capital, não mais

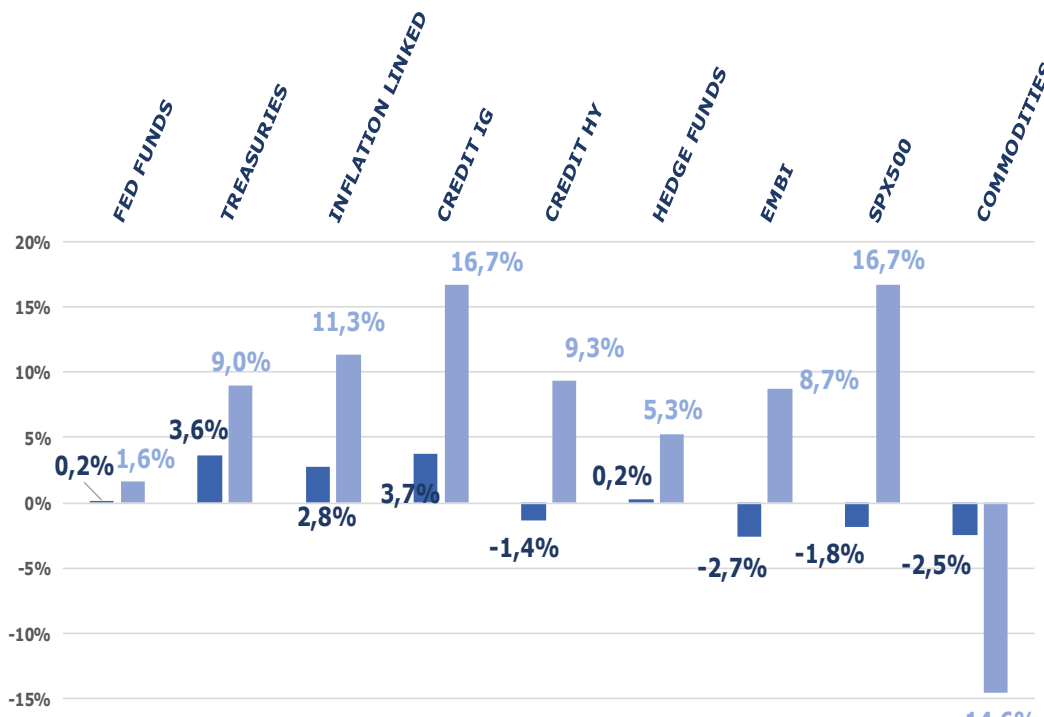


Figura 2: Desempenho das classes de ativos globais ao longo do mês e do ano

compensavam o risco de perda de capital devido a uma elevação nestas taxas longas. Ou seja, com as taxas de juros longas assim tão baixas, o potencial de novas quedas não compensava o risco de uma possível elevação das taxas de juros no evento de um cenário mais desafiador.

Além do mais, apesar da correção observada no mercado de ações no mês de agosto, o Comitê de Investimentos da AQUA Wealth Management decidiu manter a forte sobre-alocação (SO) em renda variável. O argumento para uma exposição tática assim expressiva em uma classe de ativos tão volátil é a de que a renda variável brasileira ainda não refletiu totalmente o cenário de juros mais baixos e que, qualquer choque negativo, como o que aconteceu no mês de agosto, seria em parte absorvido por uma depreciação mais do que proporcional da taxa de câmbio. Ou seja, as taxas de juros extraordinariamente baixas e a maior flexibilidade do Banco Central do Brasil em deixar o Real se depreciar – mas não se apreciar na mesma proporção – podem resultar em um maior suporte ao mercado de ações brasileiro. As decisões táticas do Comitê de Investimentos da AQUA Wealth Management estão ilustradas na Figura 3 abaixo.

Porém, mais importante, e aproveitando a recente correção da bolsa brasileira, o Comitê de Investimentos da

AQUA Wealth Management decidiu acelerar o aumento das posições estratégicas em Renda Variável nos seus Portfólios. O motivo desta mudança estrutural está relacionado ao cenário de juros reais permanentemente mais baixos no Brasil – em grande parte decorrente do cenário global, mas também da aprovação das reformas. Esta realidade de juros mais baixos significa que, para atingir um mesmo objetivo de retorno, torna-se necessária uma maior exposição a fatores de risco tais como volatilidade, eventos extremos, risco de liquidez entre vários outros.

Na verdade, tal mudança nos portfólios já aconteceu nos portfólios no exterior desde início dos anos 2000, quando os juros globais foram drasticamente reduzidos. E isto resultou em portfólios com muito mais exposição a ativos não tradicionais – sejam eles private equity, real estate e commodities, entre outros – e uma redução substancial na alocação em renda fixa soberana; uma classe de ativos que foi praticamente dizimada no cenário de investimentos internacional. Este mesmo tipo de movimento é também esperado no Brasil, na medida em que a realidade dos juros locais permanentemente mais baixos, aprofunde o espectro de risco do mercado brasileiro e permita o desenvolvimento de várias outras categorias de risco que nunca tiveram a oportunidade de

AQUA Wealth Management: Alocações Táticas, Portfólio Local

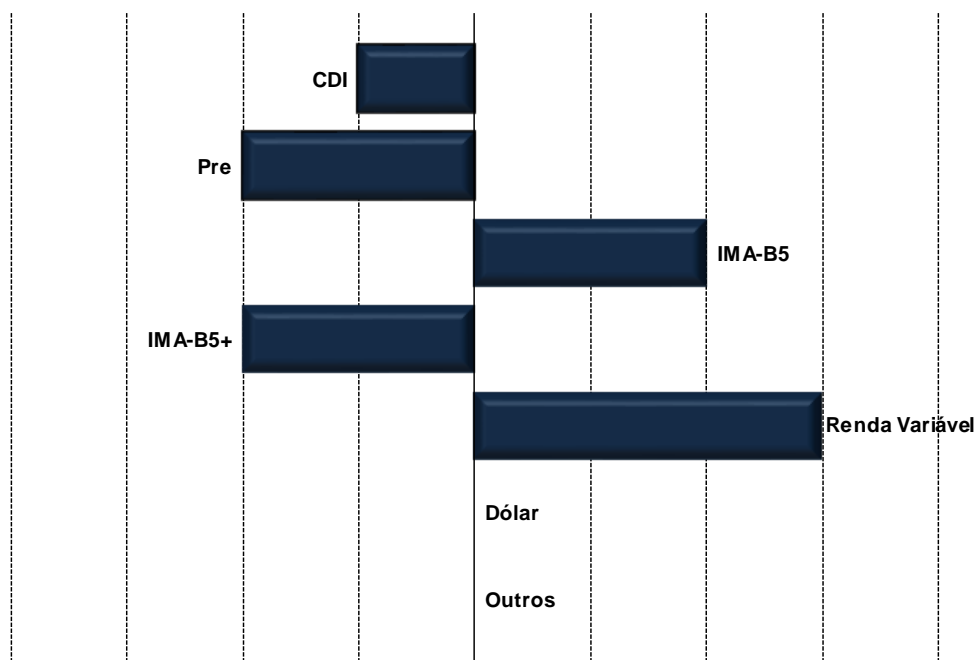


Figura 3: Posicionamento AQUA Wealth Management

se desenvolver adequadamente no Brasil – como por exemplo crédito grau especulativo, setor imobiliário, private equity, etc.

Neste sentido, uma maior alocação estrutural em renda variável, e uma diminuição na alocação em CDI, é um dos vários passos necessários para adequar os portfólios a esta nova realidade. E o Comitê de Investimento da AQUA Wealth Management decidiu aproveitar a recente correção do mercado de ações para caminhar no sentido de ampliar a alocação estratégica em bolsa, com maior velocidade.

5. CONCLUSÃO

Dada o aumento substancial da alocação em Renda Variável nos Portfólios da AQUA Wealth Management – tanto a alocação tática que está no seu ponto máximo, quanto o ajuste na alocação estratégica, que está sendo acelerado - cabem algumas palavras de alerta. E este alerta torna-se ainda mais importante em luz da recente correção da bolsa no mês de agosto, que trouxe de volta o debate sobre a existência ou não de uma bolha especulativa neste mercado.

O alerta é o seguinte: Independentemente de bolhas especulativas – que surgem com surpreendente frequência nos mercados financeiros - 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, para investimentos diversificados em ações, quedas de 30% ou 40% são esperadas, assim como ganhos de 30% e 40%.

Na verdade, uma forte exposição 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. É assim que estes investimentos são implementados na AQUA Wealth Management. Porém, mais importante, uma maior exposição 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 sobre a alocação em renda variável justamente no meio de uma crise, quando os preços já caíram e não existe nada mais que possa ser feito.

MERCADO LOCAL

ÍNDICES	30-ago-19	31-dez-18
CDI	0,50%	4,18%
TÍTULOS PREFIXADOS (IRFM)	0,26%	8,42%
TÍTULOS DE INFLAÇÃO (IMA-B)	-0,40%	16,22%
MULTIMERCADOS (IFMM-A)	-0,51%	5,46%
BOLSA (IBX)	-0,16%	16,75%
DÓLAR (PTAX)	8,66%	6,99%

MERCADO INTERNACIONAL

ÍNDICES	30-ago-19	31-dez-18
MONEY MARKETS	0,17%	1,58%
TÍTULOS PREFIXADOS	3,59%	8,98%
TÍTULOS DE INFLAÇÃO	2,80%	11,31%
CRÉDITO GRAU DE INVESTIMENTO	3,69%	16,69%
CRÉDITO GRAU ESPECULATIVO	-1,35%	9,30%
MERCADOS EMERGENTES	-2,66%	8,73%
HEDGE FUNDS	0,23%	5,27%
BOLSA	-1,81%	16,74%
COMMODITIES	-2,48%	-14,62%
OURO	7,54%	18,55%

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.