

SUMÁRIO

MUNDO

Trégua! Mas, por quanto tempo?

MERCADO

Risk On! Local e Internacional.

BRASIL

Seguimos otimistas.

Interregno Benigno

Devemos nos libertar da esperança de que os mares vão se acalmar. Devemos aprender a navegar com ventos fortes.
(Aristóteles Onassis, tradução nossa)

Internacional

Encerramos o ano de 2018 com enorme incerteza no cenário internacional e forte pressão dos ativos de risco ao redor do mundo, com um desempenho em dezembro que há muito não se presenciava no mercado internacional.

Iniciamos 2019, contudo, em uma toada inversamente oposta ao que vivenciamos no final do ano passado, com praticamente todas as classes de ativos apresentando desempenho bastante positivo ao longo do mês de janeiro.

Vamos tentar aqui, de maneira bastante abreviada, entender o que de fato mudou e o que ainda são os desafios para este ano, que apenas se inicia.

No tocante ao crescimento, vimos sinais adicionais de desaceleração do mundo, em especial na Europa e na China. No caso da Europa, a mudança de rumo foi bastante drástica e evidente, mais acentuada na periferia da região, mas que ficou mais clara e aguda na Alemanha, por exemplo, no último trimestre do ano.

Entendemos que a “guerra comercial” entre os EUA e a China seja um vetor de propulsão desta desaceleração, mas começamos a observar sinais de arrefecimento do crescimento muito antes das tarifas estarem em vigor. A desaceleração nos parece muito mais aguda e espalhada no final de 2018 do que imaginaríamos em uma situação normal.

A China passa por um momento delicado de desaceleração, talvez mais rápido do que o desejado pelos governantes locais. A desaceleração ficou ainda mais visível em janeiro, especialmente quando olhamos os números de exportação de economias abertas do entorno da China, como Taiwan, Singapura e Coréia do Sul.

Nos EUA, ainda vemos uma economia relativamente saudável, com sinais mais mistos do que negativos, o que coloca o país em situação mais confortável do que seus parceiros europeus e chineses. De qualquer maneira, vimos um mercado de trabalho robusto, no pleno emprego e gerando pressões inflacionárias, ao mesmo tempo em que sinais de acomodação do crescimento surgem no radar. A inflação se acomoda em torno da meta do Fed – o banco central americano.

Em termos gerais, um ambiente muito mais desafiador para ativos do país: o custo do trabalho aumenta, o crescimento acomoda e fica difícil para as empresas repassarem os seus custos crescentes. Um cenário que costuma ser mais negativo para as margens das empresas e, conseqüentemente, para os seus lucros. Não podemos esquecer que os EUA apresentam um elevado déficit fiscal e déficit externo, o que pode, em algum momento, colocar a economia em situação de fragilidade. O dólar seria uma das vítimas.



Se não há alterações relevantes no pano de fundo econômico, pelo contrário, há evidências de deterioração adicional do crescimento mundial, o que justifica a recuperação dos ativos de risco?

Diante deste quadro descrito acima, vimos uma mudança relevante de postura do Fed, nos EUA, e dos governantes na China. Primeiro, o Fed sinalizou que está disposto a alterar sua postura, desacelerando o processo de normalização monetária, seja via menos altas de juros, seja via uma redução mais moderada de seu balanço.

Segundo, diante da desaceleração acima do desejado, a China anunciou uma série de medidas adicionais de estímulo econômico, via impulsos monetários, fiscais e creditícios. A diferença hoje, se comparada a momentos do passado recente (últimos 10 anos), é que as medidas são muito mais localizadas e controladas, com o intuito de evitar excessos em mercados e/ou setores específicos da economia.

Acreditamos que o processo de normalização monetária nas economias desenvolvidas, lideradas pelo Fed, e o menor crescimento da China (e seu contágio para outros cantos do mundo) foram dois dos principais vetores de restrição aos ativos de risco em 2018. Porém, o que está ocorrendo neste começo de ano, na nossa visão, é o mercado estar dando o benefício da dúvida de que as medidas de estímulo serão suficientes para evitar uma desaceleração global do crescimento adicional. Aliado a isso, temos preços mais atrativos após a depreciação do ano passado e uma posição técnica mais saudável.

Contudo, seguimos com uma visão mais cautelosa com relação à situação do mundo. Acreditamos que estamos em estágio final do ciclo econômico e que mesmo as medidas de estímulo não serão suficientes para sustentar um crescimento mais robusto. Esperamos um ano de maior incerteza e volatilidade, em que momentos positivos como o verificado em janeiro irão ocorrer, mas devem ser seguidos por movimentos mais negativos.

Estamos classificando o momento atual como um interregno benigno do cenário internacional, que pode durar no curto-prazo, mas que ainda é permeado por um cenário externo extremamente desafiador e, no limite, mais negativo.

Por isso, será ainda mais importante a escolha correta dos gestores e das classes de ativos, além de uma postura mais tática em alguns momentos, temas que falaremos na seção de investimentos.

Brasil

O Brasil iniciou o ano na mesma toada dos mercados internacionais, com otimismo da estabilização do humor global a risco e em “lua de mel” com o novo governo eleito e, agora, empossado.

A grande verdade é que não há novidades relevantes no cenário local. Temos visto os números de inflação comportados, sem pressões estruturais de preço, com núcleos de inflação baixos e índices de difusão controlados. Existem riscos pontuais, como a energia, com os reservatórios baixos, e as chuvas decepcionantes, mas nada que deva alterar significativamente o cenário.

O crescimento ainda pode ser tema de debate. Vemos indicadores de confiança mais elevados, o que deveria ser um indicador antecedente de crescimento mais elevado. As vendas no varejo apresentaram forte alta em novembro, com impacto positivo e relevante do “Black Friday”, promoção que virou febre no país. Contudo, a indústria ainda se mostra fragilizada e muito afetada pelos problemas da nossa vizinha Argentina. Esperamos um crescimento mais positivo este ano, mas é um vetor de atenção.

Em um ambiente de inflação baixa e crescimento com alta moderada, devemos manter o hiato do produto ainda aberto, o que nos permite crescer sem pressionar os preços. Neste ambiente, o Banco Central deverá ter condições de manter os juros (Taxa Selic) mais baixos por mais tempo, um sinal de mudanças dos tempos no país.

As contas externas seguem saudáveis. As contas públicas continuam a ser o grande problema estrutural do país, mas aqui as esperanças e expectativas são elevadas.

O que temos de informação, até o momento, no que tange a proposta para a reforma da previdência e o resto da agenda econômica é bastante positivo. Foram indicados, tanto para as empresas estatais como para os quadros do governo, equipes que mesclam sucesso e competência na iniciativa privada, com profissionais reconhecidamente competentes na esfera governamental.

Acreditamos que a equipe formada dispõe de todo instrumental para implementar um projeto de economia liberal e gestão focada em metas e eficiência.

Este pano de fundo justifica o bom desempenho dos ativos do Brasil e nosso otimismo com o caminho que o país está trilhando.

Entendemos, contudo, que o processo de reformas não será linear e, muito menos, susceptível ao risco político e ao risco de implementação. Teremos debates, mudanças de agenda e incertezas no meio do caminho. Isso faz parte do processo de aprendizagem do novo governo e do processo democrático do país.

Com muita tristeza, o país foi vítima de mais uma tragédia ao final do mês, com o rompimento de uma nova barragem utilizada para beneficiamento de minério no estado de Minas Gerais. Nossos pensamentos estão com as vítimas e familiares neste momento de dor e apreensão.

Temas de Investimento

Nossa visão de investimentos pouco mudou de dezembro para janeiro. Optamos por manter boa parte das recomendações para as alocações em Brasil que indicamos no mês passado.

As exceções são: um incremento de risco na estratégia de Crédito High Yield, aproveitando o bom momento com taxas ainda muito atrativas; e uma redução marginal no risco de Multimercados, pois vemos menos prêmio nos mercados de juros (tradicionalmente onde ganham dinheiro) e, por estarmos otimistas com bolsa (preferimos expressar o aumento de risco em gestores especialistas).

BRASIL	(-2)	(-1)	NEUTRO	(+1)	(+2)
CRÉDITO HIGH YIELD					●
CRÉDITO HIGH GRADE				●	
RENDA FIXA PÓS		●			
RENDA FIXA PRÉ			●		
RENDA FIXA IPCA			●		
MULTIMERCADO			●		
AÇÕES				●	
MERCADO IMOBILIÁRIO			●		

GLOBAL	(-2)	(-1)	NEUTRO	(+1)	(+2)
AÇÕES EUA		●			
AÇÕES EUROPA		●			
AÇÕES JAPÃO		●			
AÇÕES EMERGENTES			●		
CRÉDITO INVESTMENT GRADE		●			
CRÉDITO HIGH YIELD			●		
CRÉDITO EMERGENTES				●	
TÍTULOS SOBERANOS		●			
RENDA FIXA (LIVRE)			●		
COMMODITIES				●	
HEDGE FUNDS				●	
REAL ESTATE			●		

MOEDAS	(-2)	(-1)	NEUTRO	(+1)	(+2)
USD (Dólar x Cesta)		●			
EUR (Euro x Dólar)			●		
JPY (Iene x Dólar)			●		
BRL (Real x Dólar)				●	

Para aqueles com exposição a investimentos no exterior, utilizamos o bom desempenho em janeiro para reduzir exposição a esta classe de ativos.

No Brasil, seguimos com recomendações positivas, mas com uma postura de buscar alocação em gestores que serão capazes de, eventualmente, se favorecer de períodos de maior volatilidade.

Voltamos a repetir que o processo de recuperação e aprovação das reformas no Brasil não será linear. O cenário externo ainda poderá ser fonte de ruído. Assim, serão ainda mais importantes as alocações táticas, as eventuais proteções do portfólio e a seleção de gestores.

Isso não significa que mudamos nossa visão construtiva e positiva com relação ao país, mas apenas que é nosso dever fiduciário nos movermos com alguma cautela ao longo do tempo.

Segue nosso comentário do mês passado, que reforçamos este mês:

Para 2019, a despeito das incertezas globais, continuamos otimistas com a direção que a economia do país está caminhando. Entendemos que no longo-prazo, os fundamentos econômicos devem ser refletidos nos preços dos ativos locais, mesmo que no curto-prazo questões como fluxos, posição técnica e cenário externo tendem a afetar a dinâmica do mercado.

Assim, continuamos acreditando que o mercado de renda variável no Brasil seja o melhor instrumento para se posicionar neste cenário. Além das questões econômicas descritas acima, vemos um mercado com preços e “valuations” atrativos além de uma posição técnica saudável.

Passado o otimismo inicial em que as ações de empresas mais ligadas ao país, como as estatais, foram as mais favorecidas, acreditamos que os gestores mais focados na estratégia de “Valor” estarão melhor posicionados nesta nova fase do ciclo.

Para aqueles com visão de prazo mais longo, vemos oportunidades na parte longa da curva de juros reais, as NTN-Bs. A despeito de não vermos muito prêmio na curva de juros mais curta e intermediária, um cenário de crescimento global mais brando, sem recessão, com uma recuperação da economia doméstica, poderá favorecer a parte longa da curva de juros no Brasil. Vimos um movimento de forte fechamento de taxa de juros ao longo do mês, em todos os vértices da curva, nominal e real. Ainda vemos alguma oportunidade na parte longa da curva de juros reais, mas entendemos que a assimetria, neste momento, é pior e muito dependente do tamanho da reforma que será implementado do ponto de vista fiscal.

Acreditamos que o ano de 2019 continuará sendo um ano de incertezas e elevada volatilidade, onde eventuais posições táticas e a busca por hedge continuarão trazendo um diferencial importante para as carteiras.

Será fundamental, neste cenário, buscar gestores que saibam navegar por mares mais revoltos, e não apenas surfar movimentos ou tendências mais claras e prologadas.