

SUMÁRIO

MUNDO

Sem grandes novidades

MERCADO

Forte valorização dos ativos de risco

BRASIL

Um bom ano, e que venha 2020!

Retrospectiva

"Pensar o passado para compreender o presente e idealizar o futuro."
(Heródoto)

É chegado o momento do ano para refletirmos um pouco sobre os desenvolvimentos de 2019 e o que esperar para 2020. Dada a limitação de tempo e espaço, faremos uma análise abrangente sobre o cenário local, porém superficial. Alguns temas específicos poderão ser tratados com mais detalhes ao longo de 2020. Deixaremos o cenário externo para outra oportunidade, mas nada do que temos escrito com relação a este mudou sensivelmente em dezembro/19.

No Brasil, estamos encerrando o ano com uma inflação próxima a 4%, levemente abaixo da meta do Banco Central. Neste final de ano, pressões altistas localizadas elevaram a inflação após um longo período de surpresas baixistas. Esperamos uma



inflação ainda baixa e controlada em 2020, mas estamos observando com atenção os possíveis efeitos secundários da alta recente para os núcleos (parte persistente do processo inflacionário), e para os índices de difusão (percentual de itens do IPCA com variação positiva) no começo do ano que se inicia.

O PIB do país deverá apresentar alta um pouco superior a 1% em 2019. O crescimento ainda é frustrante após a enorme crise que o país vivenciou nos últimos anos, mas é cada vez mais evidente o momento positivo deste final de ano. Trabalhamos com um crescimento do PIB em torno de 2% em 2020, mas com as esperanças de podermos ver um crescimento mais robusto.

Este pano de fundo permitiu ao Banco Central (BCB) reduzir a Taxa Selic para 4,5%, um novo piso nominal histórico. O BCB sinalizou que a condução de política monetária, a partir de agora, deverá ser conduzida com mais cautela. Ainda pode haver espaço para quedas adicionais da Taxa Selic, mas este cenário começa a perder probabilidade à medida que vemos uma retomada do crescimento e algumas poucas e incipientes pressões inflacionárias.

Manter a Taxa Selic no seu menor patamar histórico já será um enorme benefício para a economia e aos mercados locais. Este, hoje, parece ser o cenário base. Seria uma grande surpresa uma eventual alta moderada da Taxa Selic.

Não podemos esquecer que os ciclos de política monetária não foram abolidos. Em algum momento um crescimento mais alto irá reduzir a capacidade ociosa da economia e promover pressões altistas na inflação. A diferença, nós esperamos, é que com um quadro fiscal bem organizado, os ciclos de alta serão mais modestos, ou "ajustes finos" nas taxas de juros, ao contrário dos "choques de juros" necessários no passado.

No tocante às contas públicas, a grande vitória deste ano ficou por conta da aprovação da Reforma da Previdência. A Reforma irá permitir, ao longo dos próximos anos, a equalização de parte relevante dos problemas fiscais do país.

No curto-prazo, com o Teto dos Gastos em vigor, limitando o gasto máximo que o governo pode ter, calculado com base no orçamento do ano anterior (corrigido pela inflação), e com um governo austero, vemos uma melhora substancial na arrecadação, melhorando o déficit fiscal primário. É bem verdade que parte desta melhora é fruto de receitas não recorrentes, pontuais, que não irão se repetir no longo-prazo. No entanto, acreditamos que em 2020 ainda há espaço para que essas receitas ajudem bastante as contas públicas. E isso, aliado à manutenção da austeridade fiscal, deve continuar ajudando a melhora estrutural das contas públicas do país.

Finalmente, o ano foi de deterioração das contas externas, mas nada que altere o pano de fundo de um país com contas externas saudáveis. É natural que um país em recuperação, em meio a um mundo em desaceleração, “sofra” um aumento de importações e concomitante redução das exportações.

A conta capital, ao mesmo tempo, viu fortes fluxos de saída do capital para renda fixa, sem que fosse compensado pelos fluxos para renda variável. Contudo, os investimentos estrangeiros diretos seguiram bastante robustos e positivos. Esperamos uma dinâmica semelhante ao longo de 2020, mas com uma expectativa de que os fluxos para renda variável aumentem.

Temas de Investimento

Abaixo, fazemos um breve resumo de nossa visão de portfólio para os investimentos.

Não promovemos mudanças relevantes em relação ao mês anterior.

Renda Fixa: O mês foi de leve abertura de taxas de juros no Brasil. Um misto de inflação corrente mais elevada e sinalização mais cautelosa do Banco Central impulsionaram o movimento. Seguimos não gostando do risco/retorno da parte curta e intermediária da curva de juros nominais. Ainda gostamos da parte longa de juros reais como carregamento para aqueles com prazos mais distendidos de investimentos.

Crédito Privado: Reforçamos nossa

mensagem do mês passado (vide abaixo). Vale complementar que já vimos alguma acomodação do mercado ao longo do mês. Os fluxos para a classe se estabilizaram, já vimos algumas emissões primárias sendo efetivadas – porém com taxas maiores e prazos mais curtos – e o carregamento dos fundos apresentou melhora razoável.

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				●	
PRIVATE EQUITY				●	
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)			●		

Entendemos que a classe precisará ser repensada em termos de tamanho de alocação nos próximos meses, já que com CDI em 4,5%, fundos com meta de 105%-110% do CDI e grande concentração em crédito talvez não façam sentido para algumas carteiras e alguns investidores.

Diante da recente deterioração do mercado de Crédito High Grade, e visto que havíamos previsto um eventual movimento deste em meados de maio – quando reduzimos as alocações para (-1), ou abaixo da média - achamos que o momento atual seja oportuno para elevar as alocações para (0), ou neutro, saindo de (-1).

Como temos reportado diariamente, acreditamos que o movimento recente seja puramente técnico. Não vemos risco de solvência ou deterioração da capacidade de pagamento do setor corporativo.

O mercado apresentou relevante abertura de spreads nos últimos dias, o que melhorou substancialmente o “running rate” do carregamento das carteiras. Ainda prevemos um curto-prazo de volatilidade e pressão na classe, mas vimos uma melhora substancial de assimetria na classe nas últimas semanas.

Contudo, como não saberemos até onde poderá ir a abertura de spreads e taxas, estamos elevando a alocação com parcimônia.

Nossa postura busca prever assimetrias positivas no mercado, antecipar movimentos e se aproveitar de oportunidades.

Caso o mercado continue se deteriorando, ainda há espaço para nos movermos para (+1) e (+2) nas alocações.

Para este movimento, estamos utilizando fundos menores e mais ágeis, que costumam estar fechados e abrir para novas aplicações apenas pontualmente e quando há oportunidades no mercado, ou seja, que administram constantemente seu passivo e seu “capacity”.

Multimercados: O mês de dezembro foi de retornos positivos para a classe. A alta da bolsa e a queda do dólar ajudaram os fundos, especialmente os multimercados macro, a recuperarem as perdas verificadas em novembro.

Seguimos com postura de reduzir multimercados macro em detrimento a fundos de nicho e descorrelacionados.

Acreditamos que poucos gestores multimercados macro terão condições reais de gerarem retornos consistentes e acima do CDI, passado o que acreditamos ser grande parte do ciclo de fechamento de taxa de juros no Brasil, neste ciclo de política monetária.

Ainda acreditamos que a classe será importante em qualquer portfólio, mas a seleção dos gestores corretos será ainda mais importante nos próximos 1 a 2 anos.

Renda Variável: O mês foi de forte alta do Ibovespa e alta ainda mais acentuada do índice de Small Caps e das ações cíclicas locais (empresas que atuam em setores no qual o ambiente macroeconômico exerce forte influência sobre a atividade operacional, como as dos segmentos de commodities e imobiliárias). Além da recuperação dos ativos internacionais, uma conjunção de vetores locais ajudou a impulsionar a bolsa do país: sinais de melhora do crescimento, sinalização de melhora dos lucros das empresas, fluxo, entre outros vetores.

A despeito da alta recente do Ibovespa, ainda vemos amplo espaço para a valorização da classe. Além de um ambiente econômico favorável, a temporada de resultados corporativos mostrou bom desempenho das empresas, em especial aquelas com maior exposição à economia doméstica.



O mês de dezembro confirmou um pilar relevante de nossa tese de investimentos, o qual temos focado ao longo de todo o ano.

Mantemos alocação relevante e acima da média em renda variável, focados em fundos “Valor”, “Small e Mid Caps”, além de alguns fundos mais ativos e líquidos, que consigam “navegar” um cenário de melhora dos setores cíclicos locais em detrimento aos cíclicos globais.

Private Equity/Venture Capital: Estamos elevando a alocação nesta classe, com parcimônia. Acreditamos que teremos grandes oportunidades no Brasil nos próximos anos. O desafio será alocar/investir nos gestores capazes de encontrar essas oportunidades e ajudar essas empresas a “florescerem”.

Exterior: Mantemos postura defensiva nesta classe, buscando gestores ativos e priorizando renda fixa, especialmente aqueles de “Retorno Absoluto”, em detrimento a renda variável. Em renda variável, preferimos mercados emergentes. Em menor escala, Europa e Japão – por “valuation” – em detrimento a EUA.

Proteções: No atual nível de preços da Bolsa e de volatilidade dos ativos (muito baixa em termos históricos), achamos interessante adicionar proteções nas carteiras com posições muito relevantes em Renda Variável. Isso pode ajudar a suavizar o impacto, se tivermos algum movimento mais brusco de desvalorização, ainda que pontual.