

Cenário Internacional e Doméstico

O atual cenário de desaceleração mais intensa do que o esperado para a economia global, tendo o desempenho da Europa como principal driver negativo, já tem se disseminado para os países fora do bloco europeu, contaminando inclusive as perspectivas de crescimento para 2020. Em março, a OCDE revisou de 3,5% para 3,3% o crescimento global para 2019 e de 3,5% para 3,4% em 2020.

Em 2018, o crescimento da Zona do Euro ficou aquém do esperado, registrando expansão de 1,2% (A/A). Os indicadores mais recentes indicam que o cenário de desaceleração da economia deve persistir e a inflação deverá permanecer distante das metas do BCE. Os temas ligados às questões políticas seguem em foco com a intensificação do risco de uma saída abrupta do Reino Unido da União Europeia. Além disso, a instabilidade na França, por conta dos protestos contrários à agenda de reformas do governo, as questões fiscais na Itália e a escalada de grupos eurocéticos na Espanha poderão promover a ascensão de uma forte oposição eurocética na eleição do parlamento europeu, que ocorrerá entre os dias 23 e 26 de maio.

Por outro lado, as tensões comerciais entre EUA e China, que tiveram papel preponderante na desaceleração global, tiveram um abrandamento.

Nos EUA, os dados de atividade deram sinais de moderação do crescimento. O PIB do 4T18 foi revisado de 2,6% para 2,2% (T/T, aa). O PCE desacelerou de 1,8% para 1,4% (A/A) na leitura de janeiro, com o núcleo recuando de 2,0% para 1,8% (A/A), ambos abaixo da meta do FED.

Diante do elevado nível de incertezas e do cenário de desaceleração, os bancos centrais têm adotado uma postura mais flexível, contribuindo favoravelmente para a liquidez global. O FED decidiu, em seu último encontro, manter a taxa básica de juros no intervalo entre 2,25% e 2,50%, e anunciou que reduzirá o ritmo de encolhimento de seu balanço de ativos a partir de maio, encerrando oficialmente o processo de redução em setembro. O BCE, por sua vez, anunciou no mês passado uma nova rodada de estímulos monetários através de um programa de crédito destinado aos bancos. Simultaneamente, ajustou sua orientação futura de política monetária ao postergar para o fim do ano o período no qual manterá as taxas de juros e o estoque do balanço de ativos estáveis.

Na Ásia, os indicadores das sondagens tiveram sinais mais positivos após um período de leituras mais fracas. Apesar da melhora nos dados mais recentes, a expectativa ainda é de desaceleração da economia chinesa, o que tem motivado maior atenção das autoridades e demandado medidas anticíclicas de política monetária e fiscal.

No ambiente doméstico, permanece a expectativa sobre a tramitação da PEC da reforma de Previdência. A incerteza quanto ao momento no qual o texto estará maduro para votação e, principalmente, seu conteúdo, tem gerado forte impacto nos dados de confiança e nos índices de condições financeiras devido ao aumento da volatilidade.

Os últimos indicadores de atividade divulgados reforçam a ideia de que a recuperação econômica será mais gradual que o esperado, impactada negativamente também pelo rompimento da barragem da Vale em Brumadinho/MG. Após um fraco crescimento no 4T19, a economia deve registrar, novamente, uma expansão tímida nos primeiros meses do ano. Este contexto leva a uma maior abertura do hiato do produto, que combinado com um mercado de trabalho em recuperação bastante lenta, expectativas de inflação ancoradas e perspectiva de avanço de uma agenda de reformas, propicia cenário benigno para a inflação.

Assim, no âmbito da política monetária, o BCB informou que o seu balanço de riscos, outrora assimétrico, foi reequilibrado. De forma geral, o equilíbrio veio de uma combinação de piora da perspectiva da atividade doméstica e da redução do risco do ambiente externo. Apesar da mudança, a instituição estabeleceu que as condições para um corte de juros não são triviais. A autoridade monetária entende que uma avaliação mais apurada sobre os determinantes do crescimento demandará tempo, sinalizando para a manutenção da SELIC em 6,50% por prazo ainda indeterminado. Por fim, o BCB reforçou ainda a ideia de que a condução da política monetária será pautada por “cautela, serenidade e perseverança”.

Mercados

Apesar da grande volatilidade experimentada no mês de março, as curvas de juros nominais e reais fecharam o mês em níveis próximos ao de fechamento de fevereiro. Na curva de juros nominais, vimos leve abertura nos vencimentos compreendidos no horizonte de política monetária, refletindo o ruído na tramitação da reforma da Previdência na trajetória da SELIC. Apesar disso, a ponta longa desta registrou leve fechamento.

A curva de juros reais seguiu dinâmica semelhante, mostrando pouca variação na comparação com o mês anterior, ainda que tenha havido leve abertura nos prêmios dos ativos situados na ponta longa.

Apesar da citada volatilidade, grande parte dos índices da família IMA superou o CDI. A exceção foi o IMA real longo. Nos prefixados, os vencimentos mais longos tiveram o melhor desempenho.

No crédito privado, março teve uma agenda fraca de emissões. Entretanto, são aguardadas para abril as emissões de AES Tietê, EDP Energia, Unidas e Localiza, que juntas devem totalizar R\$ 5 bilhões.

Na renda variável, o mês foi histórico para o Ibovespa, após o índice ter superado os 100 mil pontos pela primeira vez. Mas o índice também esteve sujeito à forte volatilidade, oscilando quase 9% entre máxima e mínima. Os 20 primeiros dias do mês foram bastante positivos, mas o terço final mostrou forte correção devido aos fatores políticos, fazendo com que o índice encerrasse o mês em leve baixa de 0,18%, aos 95.415 pontos.

No exterior, o cenário foi mais positivo com a projeção de nenhuma alta de juros pelo FED em 2019, fazendo o contraponto aos temores com desaquecimento global. As principais bolsas europeias variaram entre -0,4% (IBEX35) e 3,03% (FTSE MIB). Nos EUA, o DOW JONES oscilou 0,05%, o S&P500 avançou 1,79% e o NASDAQ subiu 2,61%. O BDRX mostrou avanço de 6,19%, reflexo da alta das bolsas americanas e da valorização do dólar, que manteve a tendência de fortalecimento global.

Perspectivas

Em abril, a principal preocupação continuará sendo a tramitação da reforma de Previdência. Apesar de nosso cenário base ser o de aprovação, a atenção ficará voltada para a condução da articulação política pelo Planalto e seu poder de formação de base. Como um dos principais riscos que vêm se desenhando, destacamos a possibilidade dos atrasos à tramitação vistos em março darem espaço à desidratação da proposta.

Acreditamos que as expectativas para a atividade continuarão a sofrer revisões para baixo, sugerindo que será necessário mais tempo para o fechamento do hiato do produto. Por outro lado, o BCB afirmou que o baixo crescimento é resultado de uma sequência de choques sofridos pela economia em 2018, indicando que não seria necessário um corte nos juros. Neste contexto, revisamos a nossa projeção para a SELIC final de 2020 (de 9,00% para 8,00%) e projetamos SELIC estável durante todo o ano de 2019.

Na renda variável, continuamos com a visão construtiva para a bolsa doméstica, apoiados pelas diretrizes que vem sendo seguidas pela equipe econômica que apontam para uma reforma da Previdência mais robusta, apesar dos ruídos políticos mais recentes. Avaliamos que o ambiente prospectivo, com o provável adiamento do início da normalização da política monetária e a expectativa de retomada da atividade, é favorável para a geração de lucro das empresas domésticas.

No exterior, destacamos as declarações de EUA e China que levam a crer que estamos próximos a um desfecho para a questão comercial, enquanto, na Europa, um “*hard Brexit*” nos parece menos provável.

Índice	Março
CDI	0,47%
IRF-M	0,59%
IRF-M I	0,47%
IRF-M I+	0,63%
IMA-B	0,58%
IMA-B5	0,78%
IMA-B5+	0,43%

FI Caixa Themis Multimercado

	Março	2019	12 meses	Início (09/04/2018)
Fundo	0,50%	2,56%	-	5,87%
IPCA+4,50%	1,08%	3,33%	-	9,06%
%IPCA+4,50%	46,31	86,12	-	64,79
VaR (21du / 95%)	1,05%	1,05%	-	0,89%

Composição da Carteira

	Março	Fevereiro
Operações Compromissadas	69,22%	73,05%
Títulos Públicos	30,43%	26,91%
Derivativos	0,02%	0,01%
Ações	0,23%	0,24%
	100%	100%

Atribuição de Performance



Comentários

Na parcela de juros nominais seguimos com a operação de venda do FRA Abril/20 x Julho/20, que tem como base a perspectiva de queda das taxas a termo da curva prefixada. Em março, a posição performou bem durante os dois primeiros terços do mês, mas o cenário político desfavorável acabou pressionando os ativos locais e levou o FRA a inverter de direção, apresentando resultado negativo no período.

Por outro lado, a venda de inclinação Janeiro/23 x Janeiro/27 teve desempenho positivo. Embora essa posição tenha seguido a mesma dinâmica do FRA ao longo do mês, a volatilidade foi sensivelmente melhor. Passada a terceira semana de março, o nível de risco percebido caiu e favoreceu a posição.

A parcela exposta à bolsa local por meio de contratos futuros de Ibovespa, teve desempenho negativo no mês, acompanhando a variação do índice, também impactado por notícias do campo político e do front externo. A posição em Suzano (SUZB3), porém, teve resultado positivo e, juntamente com a posição comprada em Dólar Futuro, segue tendo uma função de proteção para a carteira.

A nossa visão mais positiva para a bolsa em 2019 nos guiou para a manutenção da exposição à renda variável no mesmo patamar.

Por fim, encerramos, no dia 18, a posição comprada em taxas de juros americanas de 10 anos, diante da mudança nas expectativas quanto à política monetária dos EUA, que passaram a considerar que o FED encerraria o ciclo de altas. Essa expectativa foi confirmada pelo próprio FED por meio da reunião do FOMC realizada no dia 20 e de sua comunicação.