

A primavera da esperança após o escuro inverno

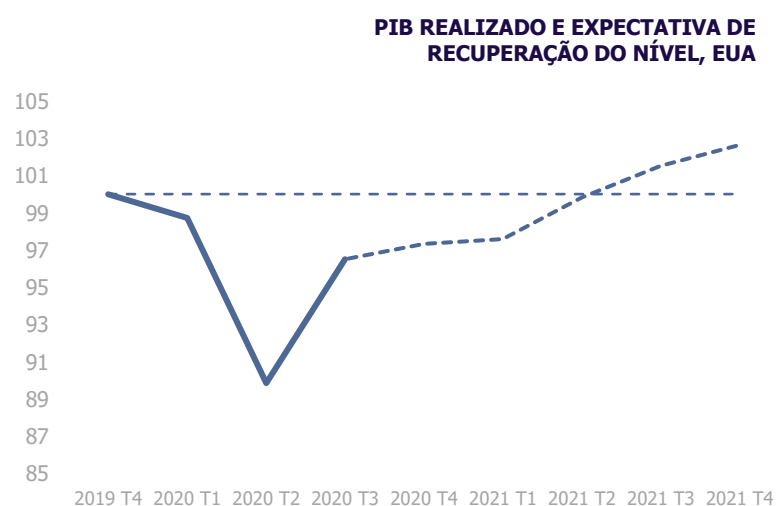
Nossa visão de 2020 e perspectivas para 2021

2020 foi um ano desafiador para todos nós e nossos sentimentos ficam com todos aqueles que perderam pessoas importantes e queridas em suas vidas no decorrer desse processo. Foi no campo pessoal, mais do que no econômico, que muito de nós enfrentamos os principais desafios do COVID-19.

Parafraseando Charles Dickens, como em nosso título, 2020 foi o pior dos anos, mas também a melhor das recuperações. Entre tantos desafios enfrentados, estamos fechando o ano com uma mensagem de otimismo: a ciência parece finalmente ter conseguido domar o vírus, e diversas vacinas já foram aprovadas nos Estados Unidos e na Europa. Desenvolvemos, testamos e produzimos uma vacina em poucos meses, isso em comparação com décadas que diversas outras vacinas levaram para chegar à população. Novamente a humanidade superou uma grande dificuldade através de criatividade, cooperação e dedicação de diversos países, pessoas e empresas em nossa sociedade.

A recuperação inicial de uma crise sem precedentes

Cooperação e criatividade também foram os ingredientes que fizeram com que essa dura crise fosse amenizada para grande parte da população global que sofreu os efeitos econômicos do COVID-19: o enorme estímulo monetário e fiscal promovido por diversos países no mundo permitiu que a recuperação econômica ocorresse rapidamente em muitos setores.



Esse forte esforço monetário e fiscal gerou uma recuperação em "V" na economia global:

forte e em curto período. Nos Estados Unidos, indicadores como vendas no varejo, bens duráveis e vendas de casas recuperaram de forma surpreendente.

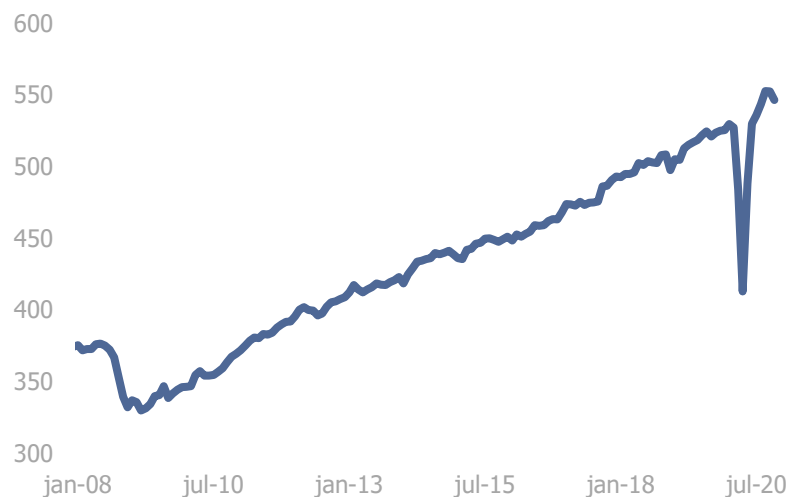
O mesmo processo pode ser observado na Ásia, particularmente na China, onde os principais países da região apresentaram forte recuperação tanto em suas economias locais quanto no saldo de suas exportações.



ENCOMENDAS DE BENS DURÁVEIS, EXCLUINDO TRANSPORTES, NÚMERO-ÍNDICE (ESTADOS UNIDOS)



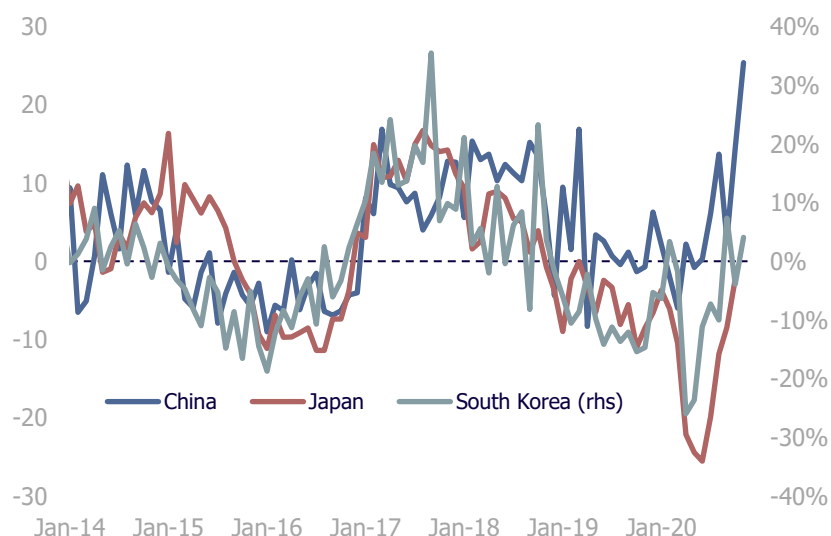
VENDAS NO VAREJO, EUA (EM USD)



PMI DE MANUFATURA DA CHINA (CAIXIN)



EXPORTAÇÕES DE PAÍSES ASIÁTICOS, ANO CONTRA ANO





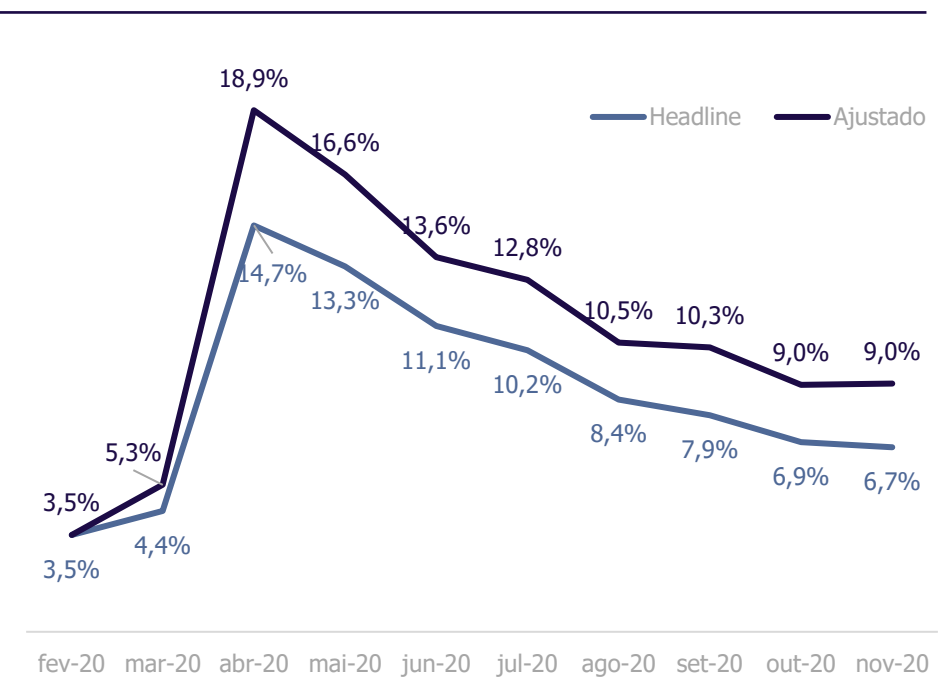
Ainda temos uma longa estrada a percorrer: o outro lado da moeda

Apesar de toda a recuperação já observada na economia global, ainda temos um longo caminho pela frente para normalizarmos o nível de atividade em diversos setores da economia.

Vamos tomar os Estados Unidos, a principal economia global, como exemplo: o desemprego ainda se encontra muito elevado, na casa de 7.0%, ou 9.0% se ajustarmos pela taxa de participação. Diversos setores, principalmente na parte de lazer e serviços, ainda se encontram com nível de atividade e emprego muito abaixo do observado no período pré-crise. A utilização da capacidade instalada permanece baixa e os estoques ainda precisam ser normalizados na economia.

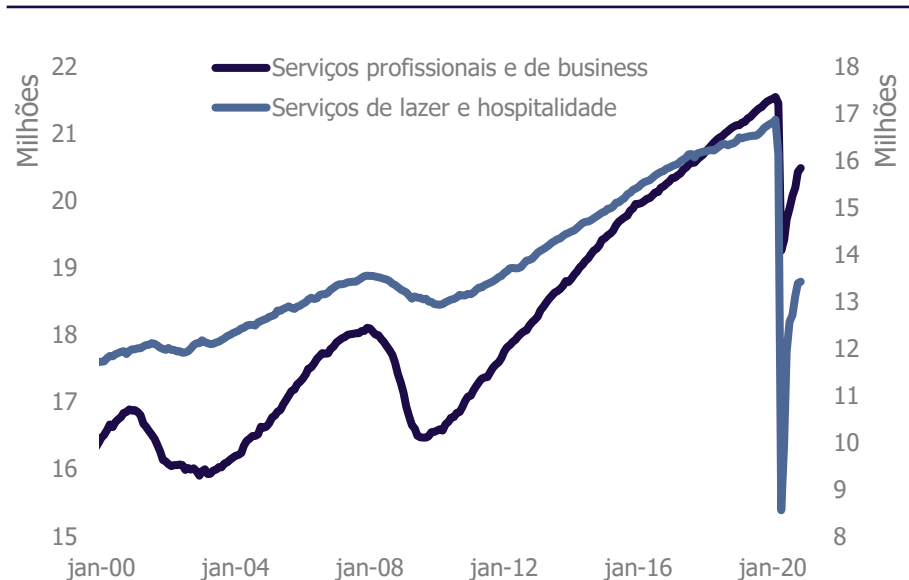
Esses setores representam parte substancial dos empregos nas principais economias, com grande participação de pequenas empresas. A introdução da vacinação no primeiro trimestre de 2021 vai permitir que esses setores voltem a crescer e empregar, gerando nova aceleração econômica no primeiro semestre e fazendo com que o nível de atividade se normalize talvez já no segundo semestre de 2021.

DESEMPREGO NOS EUA, OFICIAL E AJUSTADO PELA TAXA DE PARTICIPAÇÃO PRÉ-CRISE



Dados: Bloomberg. Elaboração: Kinea.

NÍVEL DO EMPREGO EM SETORES DE SERVIÇOS



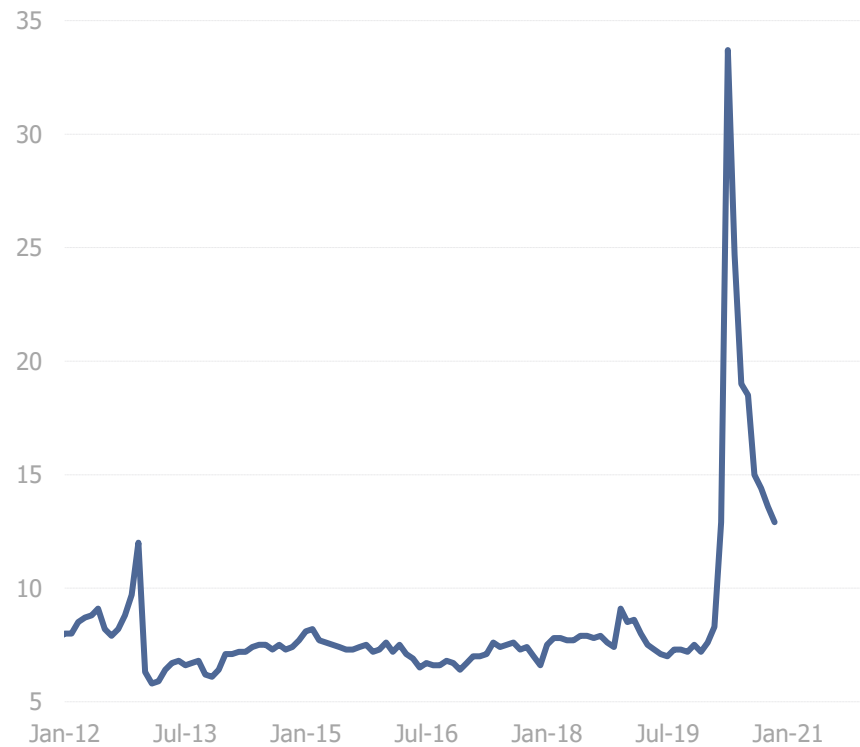
Dados: Bloomberg. Elaboração: Kinea.



O que devemos esperar em 2021?

Embora haja essa “economia em duas velocidades”, no agregado, a recuperação econômica e a queda do desemprego estão ocorrendo em velocidade muito maior que esperávamos. Os programas de seguro desemprego emergencial fizeram com que a renda agregada crescesse +4% nos EUA mesmo em um ano de forte contração do PIB, gerando um grande volume de poupança acumulada que deve prover um colchão adequado para o consumo nos próximos trimestres. Esse quadro vai ser ajudado por novos estímulos fiscais recentemente aprovados no congresso norte-americano.

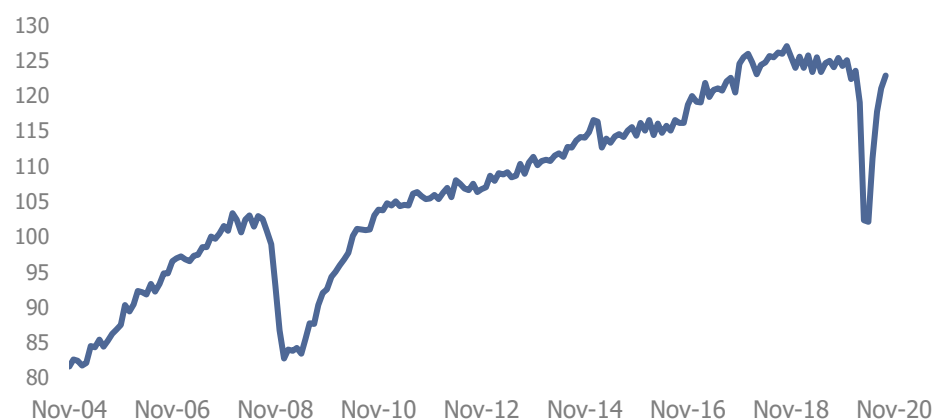
TAXA DE POUPANÇA SOBRE A RENDA DISPONÍVEL



Fonte: BEA. Elaboração: Kinea.

Iniciaremos o ano ainda sob efeito dos fortes estímulos monetários e fiscais e migraremos no decorrer do ano para uma economia que deve crescer fortemente por meios orgânicos com o retorno do setor de serviços após o processo de vacinação. O processo orgânico de recuperação da economia também deve ser ajudado pela normalização de estoques e, conseqüentemente, pela normalização do processo de manufatura global. O novo governo democrata também deve gerar um ambiente mais propício à retomada e crescimento do comércio global, com efeitos positivos para mercados emergentes, particularmente na Ásia.

VOLUME GLOBAL DE EXPORTAÇÕES, ÍNDICE



Fonte: Thomson Reuters. Elaboração: Kinea.

Nessa nova fase, o mercado deve começar a precificar, ainda que de forma modesta, uma gradual expiração dos estímulos, com eventual normalização das taxas de juros. Sim, sabemos que os bancos centrais no momento possuem linguagem muito acomodatória, mas será essa mantida com o desemprego perto da normalização nos Estados Unidos em algum momento de 2021? Preferimos olhar para o mar a olhar para o marinheiro em nosso processo de decisão, e pensamos que com o mar mudando para a normalidade o marinheiro também terá que rever seu direcionamento.

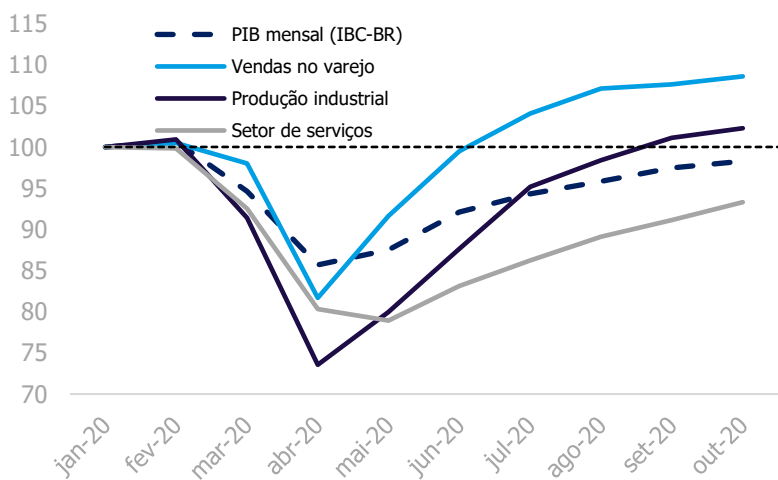
No Brasil vivemos uma recuperação econômica ao custo de enorme esforço fiscal

Brasil adotou uma política de reação a crise semelhante a dos países desenvolvidos. Política fiscal com gastos públicos chegando a R\$ 2 trilhões, linhas de crédito com suporte do Tesouro e cortes agressivos de juros para níveis abaixo da inflação.

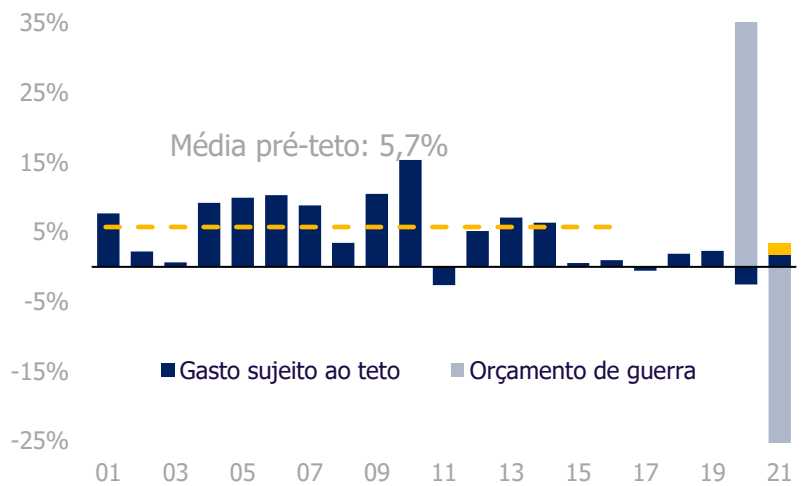
Esses remédios permitiram uma recuperação em "V" da atividade, mas trouxeram receio com os efeitos adversos: a moeda foi uma das mais fracas do mundo, a inflação voltou a subir com altas de alimentos e bens industriais e a curva de juros precifica uma intensa alta da Selic nos próximos anos.



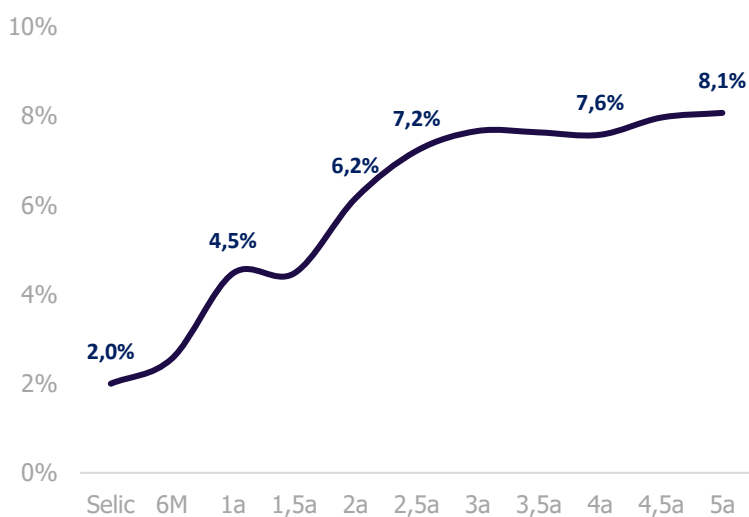
PRINCIPAIS INDICADORES DE ATIVIDADE, BRASIL



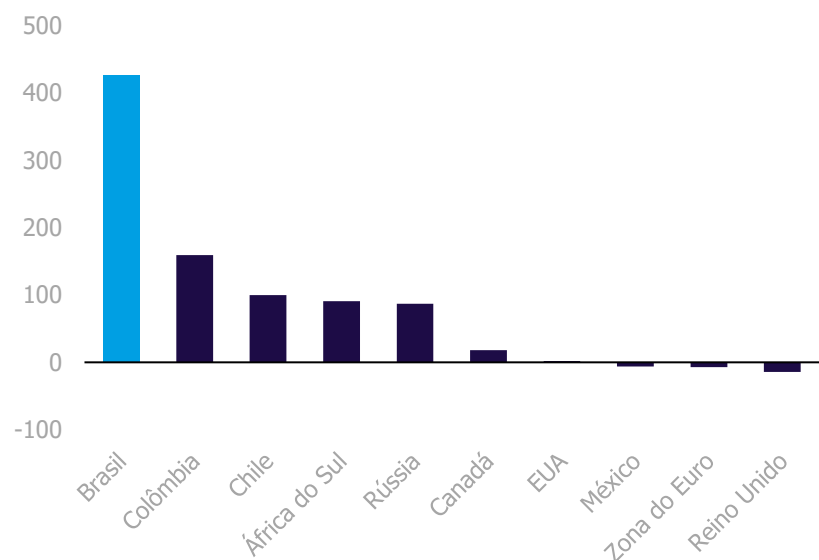
CRESCIMENTO GASTOS EM TERMOS REAIS, BRASIL



CURVA FORWARD JUROS NOMINAIS, BRASIL



PRECIFICAÇÃO DE SUBIDA DE JUROS PARA OS PRÓXIMOS 2 ANOS (em bps)





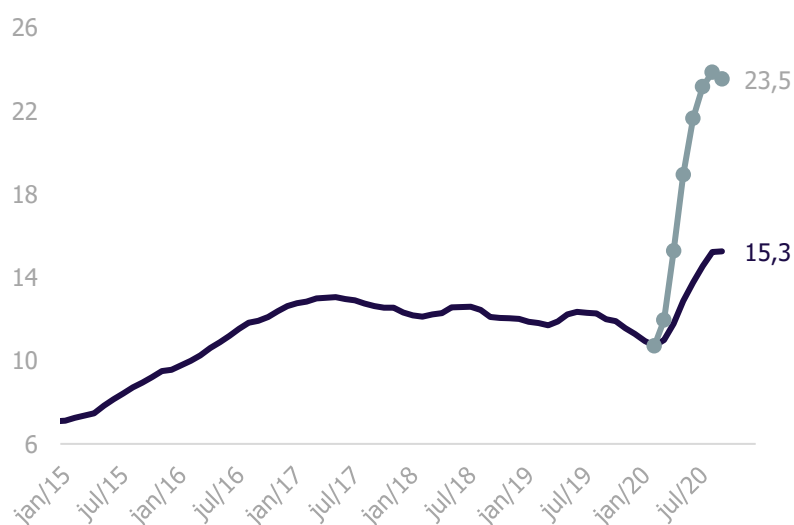
2021: voltando a olhar o ciclo econômico, mas reconhecendo o risco de longo prazo

O arcabouço fiscal deve ser mantido

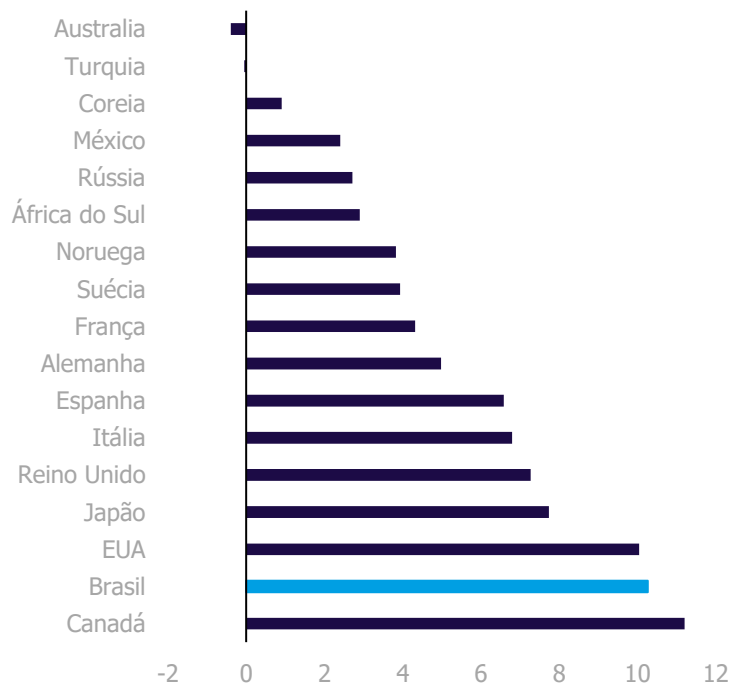
Se, por um lado, o país foi marcado pelos excessos fiscais em relação aos pares neste ano, devemos ver algo na direção contrária em 2021. Caso nosso cenário de retorno ao teto de gasto se confirme, teremos uma contração dos gastos fiscais da magnitude de R\$ 500 bilhões. É uma redução de magnitude ímpar em nossa história recente, equivalente a 6% do PIB (algo equivalente a dois PIBs do Uruguai). Ainda que de forma geral diversas economias devam reduzir os gastos no próximo ano, poucas apresentarão tamanha contração fiscal.

Essa contração ocorre em um ambiente econômico já bastante fragilizado, com elevado nível de desemprego. Temos hoje uma taxa de desemprego de 15%. Ainda, vale lembrar que permanecemos no meio de uma depressão econômica. Apesar de a retomada pós pandemia ocorrer de forma acentuada, o nível da economia hoje ainda é 10% abaixo do patamar de 2014.

DESEMPREGO OFICIAL E AJUSTADO PELA TAXA DE PARTICIPAÇÃO PRÉ-CRISE



CONTRAÇÃO FISCAL (VARIÇÃO RESULTADO PRIMÁRIO EM PP DO PIB)



Fonte: FMI para demais países e Itaú para Brasil

Apostamos que, ao longo do ano que vem, o efeito desse hiato econômico, hoje camuflado pelo auxílio emergencial e poupança do lado da demanda, e pela escassez de produtos do lado da oferta, se fará mais presente.

Pelo lado da oferta, esperamos normalização dos estoques no primeiro semestre, e com o fim do auxílio, a demanda de bens deverá ceder no ano - refletindo a estabilidade e talvez até queda da renda.

Por essas razões, acreditamos que as pressões inflacionárias, ainda que intensas no curtíssimo prazo, serão passageiras. Nesse ambiente achamos improvável a Selic subir dos 2% atuais para 7% ao final de 2022 como atualmente refletido nos títulos públicos pré-fixados.



“Nada é tão permanente como um programa temporário do governo”

Esse aviso do célebre economista Milton Friedman segue atual e reflete a preocupação do mercado com a situação fiscal do Brasil e as tentações de seguirmos com gastos públicos incompatíveis com nossa capacidade de pagamento. No entanto, devemos lembrar que o governo do presidente Jair Bolsonaro nasce de um movimento de insatisfação da classe média depois que a crise fiscal de 2015/2016 levou a uma alta da inflação e deterioração da economia. Essa cicatriz é muito recente no país e o Presidente e o Congresso não deverão optar por um caminho populista

Teto de Gastos: possível hoje sem Reformas, mas não no futuro. Brasil seguirá frágil.

Para 2021 não esperamos necessariamente grandes avanços na agenda de Reformas. Apesar de suma importância para o controle de despesas de longo prazo, reformas como a PEC emergencial devem ter tramitação difícil no Congresso em um período onde os efeitos da pandemia ainda são sentidos. Contudo, mesmo sem esses avanços, acreditamos ser possível o cumprimento do teto de gastos até 2022. As despesas obrigatórias tem vindo abaixo do orçado e isso abre espaço (mesmo que apertado) para o cumprimento em 2021. Para 2022, o espaço para as despesas discricionárias deve ser maior, pois o Teto deverá ter um reajuste acima dos gastos permanentes (efeito da dinâmica da inflação acumulada em 12 meses que deverá fazer pico em meados do ano). Além disso, a dívida/PIB deve cair em 2021 aproximadamente 5 pontos, devido ao crescimento do PIB nominal, a queda do custo dos juros da dívida e devoluções de capital dos bancos públicos.

Contudo, continuaremos em uma posição frágil: a dívida/PIB ainda estará entre as mais altas dos países emergentes e não teremos uma solução estrutural para os déficits públicos. Consequentemente, estaremos mais vulneráveis a mudanças de ventos externos ou internos. Proteções são necessárias e temos as adquirido na curva de cupom cambial (taxas em dólar no mercado local).

Efeitos em nosso portfólio

GLOBAL: Em termos de estratégia de investimentos, esse cenário nos sugere que os ativos de risco devem continuar a apresentar boa performance em 2021. Mesmo um impulso monetário mais modesto ainda deve significar taxas de juros reais negativas ou próximas de zero nas principais economias globais, trazendo clara vantagem para ativos de risco, que se beneficiarão de crescimento e um fluxo de caixa superior à renda fixa.

BRASIL: No Brasil, a manutenção do arcabouço fiscal, deve permitir a diminuição nas curvas de juros futuros e temos alocações em papéis nominais curtos e em juros reais (NTNB) de prazos intermediários. Na bolsa, estamos comprados nos setores de commodities, serviços financeiros e em empresas que se beneficiam da reabertura da economia. Como proteção, temos posições para abertura da curva longa do cupom cambial.



AÇÕES



Global: Consideramos que os conceitos básicos que criamos nosso portfólio de 2020 permanecem válidos para 2021, embora a composição possa mudar um pouco. O setor de tecnologia, principalmente as cinco grandes do setor, devem continuar a se beneficiar de uma economia que se tornou mais digital e desenvolver novas avenidas de crescimento estrutural em áreas como cloud, 5G e e-commerce. As ações que representam a normalização da economia global ("reabertura") ainda têm um longo caminho pela frente em sua recuperação, como por exemplo o setor de aviação civil, que ainda negocia a preços muito inferiores ao pré-crise.

Nosso hedge deve continuar a se basear em empresas que se beneficiaram desproporcionalmente da pandemia, além de incluir algumas empresas sensíveis à potencial elevação das taxas longas de juros no decorrer do ano.

O novo governo democrata também abre espaço para uma maior alocação fora dos Estados Unidos, uma vez que a política de "globalismo" deve voltar a fazer parte da estratégia norte-americana. Juntamente com a volta da manufatura, isso nos sugere uma possível maior alocação na Ásia e em mercados emergentes de modo geral.



Brasil: Estamos comprados em commodities, serviços financeiros e aumentamos ao longo dos últimos meses a alocação em empresas para reabertura da economia. Setores como rodovias, distribuição de combustíveis, vestuário e shoppings devem seguir com melhora operacional em 2021 com o avanço da vacina e suas ações ainda estão em preços descontados. Nos pares de ações, temos mais de 30 posições relativas.



MOEDAS

Em termos de moedas, devemos continuar a basear nossa estratégia em direcionar nosso portfólio no sentido de economias que não sejam capazes de depreciar suas moedas (debasement). Por debasement, entendemos a capacidade de oferecer juros reais negativos aos investidores por considerável período, de forma que o valor da moeda seja perdido ao longo do tempo. Para que debasement ocorra, dois fatores devem estar presentes: a taxa de juros nominais deve ser baixa o suficiente e o país deve ser capaz de gerar inflação acima dessa taxa.

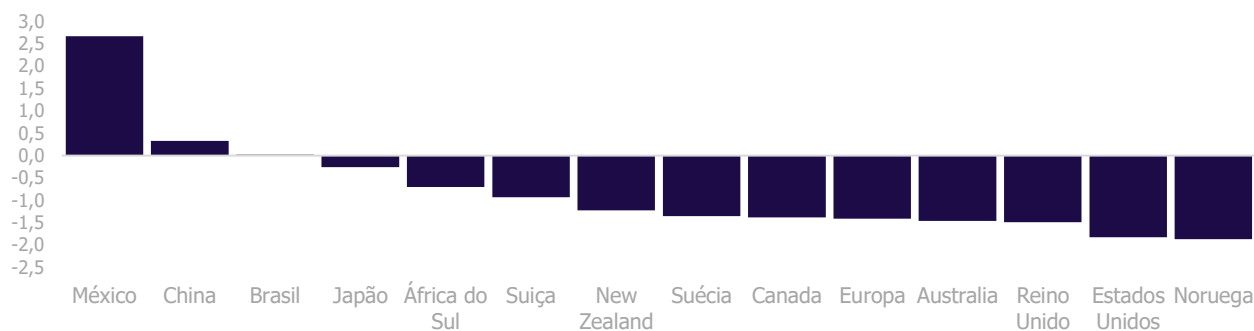


Global: Quando olhamos os diversos países, gostamos de moedas como o peso mexicano. O país nos oferece uma taxa de juro nominal atraente, bem acima da expectativa inflacionária. E além de um juro real positivo, a proximidade com os Estados Unidos faz com que o México possa se beneficiar da volta do crescimento da principal economia global. A esses fatores também somamos uma boa posição fiscal e de conta corrente, frutos de um menor esforço fiscal durante a pandemia quando comparado com outras geografias.



Brasil: Após a forte desvalorização do Real e o concomitante ajuste significativo na conta corrente do país verificados em 2020, a moeda brasileira nos parece barata. No entanto, em nosso cenário onde as condições para manutenção de juros baixos em 2021 ainda persistem, entendemos que a curva de juros brasileira oferece melhores oportunidades para alocação de risco.

JUROS REAIS, PAÍSES SELECIONADOS



Fonte: Bloomberg. Elaboração Kinea



Brasil: Temos alocações em juros nominais até 2 anos de prazo e em juros reais com prazos até 5 anos. Atualmente os preços de mercado refletem uma expectativa de alta da taxa Selic dos 2% atuais para 5% no final de 2021 e aproximadamente 6,5% no final de 2022. Acreditamos esse choque de juros improvável por 2 fatores: (i) apesar da recuperação da atividade econômica nos últimos meses, o país ainda está em depressão econômica com o PIB aproximadamente 10% abaixo do pico de 2014 e desemprego ao redor de 15% (ii) a política fiscal terá uma forte contração fiscal em 2021 (aproximadamente 6% do PIB) a não ser que a piora da propagação do vírus leve a novas quedas relevantes de mobilidade/atividade econômica.

Global: O choque econômico de 2020 acelerou o movimento de queda nas taxas de juros mundiais. Tendência que se mostrava presente desde o final de 2018, quando um aperto excessivo na política monetária e comercial dos EUA desencadeou uma desaceleração cíclica. Desde então, bancos centrais cortaram suas taxas base para os limites inferiores e voltaram a comprar um volume de ativos sem precedência via quantitative easing (quatro vezes maior este ano vs 2008). Governos abandonaram práticas de controle de gastos, priorizando programas emergenciais de auxílio. Com base nesse mix único de monetário e fiscal ultra-expansionista, 2021 trará um novo ciclo de recuperação econômica gradual, porém desigual.

Dado esse contexto macro, as curvas de juros devem operar com maior diferenciação, à medida que prazos curtos são ancorados pelos bancos centrais, enquanto expectativas de maior crescimento real e inflação elevam as taxas de longo prazo. Preferimos temas que se beneficiam seletivamente (i) de maior prêmio de risco de inflação em mercados desenvolvidos e (ii) de taxas reais mais baixas em mercados emergentes.

Dentre os desenvolvidos, gostamos de posições compradas em inflação e inclinação da curva nos EUA. Posições estas que se beneficiarão do novo quadro de Metas de Inflação Média (AIT) do Fed, que se compromete a manter uma política monetária expansionista até que a inflação ultrapasse sua meta.

Dentre os emergentes, favorecemos posições aplicadas em juros do México, África do Sul e Rússia. As três curvas compartilham um perfil de juros real atraente, pressões inflacionárias contidas por um longo hiato de produto e valorização da moeda, e bancos centrais com espaço monetário para cortar.



Um ambiente de crescimento e juros baixos deve beneficiar as commodities, particularmente aquelas expostas ao processo industrial global. O petróleo deve continuar o processo de normalização de preços com a retomada da demanda global, conforme a economia volte para os níveis pré-crise. Outros metais industriais, como o prata e platina, devem beneficiar da demanda asiática e de um ambiente de dificuldade na oferta. Por outro lado, o ouro, nesse ambiente, deve ser visto como um hedge para uma eventual desaceleração da economia, uma vez que a normalização econômica deve fazer com que a alocação no metal seja reduzida conforme recursos são alocados na economia real.

Olhamos para o próximo ano com confiança que superaremos o COVID-19 e traremos nossa sociedade novamente à normalidade e proximidade pessoal que tanto prezamos. Estamos sempre à disposição de nossos clientes e parceiros para mais informações