

SUMÁRIO

MUNDO

Segue tranquilo e favorável.

MERCADO

Tivemos o famoso rali de fim de ano.

BRASIL

Fundamentos econômicos seguem positivos. No entanto, eleições trarão volatilidade. Hora de perseverar

Adeus ano velho

“Um brinde ao novo ano e uma nova chance para nós acertarmos.”
(Oprah Winfrey, tradução nossa)

Início de ano, hora de fazer a retrospectiva dos erros e acertos de 2017. No final de 2016, a mediana dos analistas (Focus) esperava, para 2017, uma expansão do PIB de +0,5%, IPCA de 4,87%, taxa de câmbio de R\$ 3,48 / US\$ e taxa SELIC de 10,25%a.a. (ambos de fim de ano). À exceção do PIB, todas as outras estatísticas também eram projetadas pelo seleto grupo dos melhores analistas do mercado (Top 5) cujas expectativas para o fim de 2017 eram de IPCA de 4,60%, taxa de câmbio em R\$ 3,50 / US\$ e taxa Selic de 10,00%a.a.



Havia também um “senso comum”: a realização de cenários bem-comportados era contingente à aprovação da reforma da Previdência – caso contrário, haveria um claro viés para diminuição do crescimento, aumento tanto da inflação como da taxa de câmbio e espaço menor para cortes de juros. Tal visão qualitativa do cenário foi reforçada após o evento JBS (meados de maio), fortalecendo as convicções de que nos apoiávamos em um tênue equilíbrio durante 2017.

Ao fim do ano, o que vimos? Basicamente tudo diferente do esperado pelos analistas – e com tom claramente melhor. Encerramos 2017 com crescimento do PIB acima do esperado, na casa de 1,0%, IPCA surpreendentemente abaixo da banda mínima estipulada pelo banco Central, em torno de 2,8%, taxa de câmbio de R\$3,32/US\$ e a taxa SELIC fechando o ano na sua mínima histórica, em 7,00%a.a.. Isso tudo mesmo depois do evento JBS, que embaralhou (momentaneamente) todas as cartas no meio do ano.

De onde vieram os erros de projeção? Em primeiro lugar, parte relevante da diferença deve ser atribuída ao enorme choque agrícola positivo. O PIB do setor deverá encerrar 2017 com expansão de +12,8%, frente a uma expectativa de mercado de expansão de +3,37% ao final de 2016. Diretamente, isso seria responsável por um aumento do crescimento anual em 0,47p.p. – ou seja, a super safra explica uma parte importante da surpresa de crescimento ocorrida no ano passado.

Tão importante quanto os efeitos diretos da safra foram os seus efeitos indiretos, que passaram, de uma forma ou de outra, por todos as outras variáveis econômicas discutidas nesse texto. Ainda no crescimento, ocorreram, por exemplo, impulsos secundários na indústria (maior demanda por químicos, máquinas agrícolas), nas exportações e nos serviços (aqui um canal ainda mais indireto, derivado do efeito riqueza), potencialmente com maiores importações promovendo algum vazamento de crescimento para o exterior.

O efeito São Pedro teve impactos positivos também na inflação, parte importante da surpresa neste item também esteve associada à safra abundante. A inflação do grupo alimentação e bebidas do IPCA deve fechar 2017 com uma deflação aproximada de -2,0%. As notícias positivas neste campo, no entanto, vão muito além, houve desinflação importante nos serviços (enfim reagindo a anos de crescimento sub-ótimo), nos bens transacionáveis e nas expectativas futuras – indicando uma perenização da inflação baixa, mesmo com o forte choque negativo nos preços administrados durante 2017. Ainda é cedo para afirmar se de fato tivemos a tão famosa quebra da espinha dorsal da inflação, mas é fato que o comportamento da inflação foi não só novidade, como vital para à estabilidade econômica que sustentou a retomada do crescimento! Que possamos eternizar esse momento, junto com os demais pedidos de ano novo!

No câmbio, parte da história de “bom comportamento” esteve associada ao resultado comercial recorde (a balança comercial teve superávit de US\$ 67,0bi) e a uma baixíssima pressão no balanço de pagamento (déficit em conta corrente abaixo de US\$ 10,0bi). Acima de tudo, os desdobramentos internacionais foram bem mais positivos do que se anunciava no início do ano. O crescimento mundial teve retomada disseminada, com aceleração nos EUA e na Europa, além de moderada desaceleração do crescimento chinês. Em paralelo, e de forma inesperada, o maior crescimento não foi acompanhado de aumento da inflação – com importante exceção dos índices no atacado, especialmente na Ásia e em específico na China. Dessa forma, as taxas de juros internacionais pouco reagiram, mantendo a política monetária global em terreno expansionista.

Tal cenário de elevada liquidez (e de certo atraso na agenda estimulativa de Donald Trump) permitiu que a economia brasileira absorvesse, não só o choque político da JBS, como a não aprovação da reforma da Previdência, com relativa tranquilidade. As condições internacionais evoluíram de forma tão benigna que mais do que compensaram os efeitos negativos observados. Nesse contexto, o risco-país cedeu fortemente e a taxa de câmbio ao fim de 2017 ficou praticamente estável em relação ao fechamento de 2016 (R\$3,25).

Com esse rosário de realizações positivas, não é difícil racionalizar a surpresa positiva de 300bps observada na SELIC. Se por um lado é necessário lembrar dos choques favoráveis (na aceleração não inflacionária do crescimento, nos alimentos, na inflação global, na taxa de câmbio e nos juros globais), por outro lado também é importante reconhecer que a gestão da política monetária teve grandes méritos ao longo de todo ano: as expectativas futuras de inflação se encontram ancoradas inclusive para prazos mais longos, o que é um claro sinal de que o trabalho foi bem feito.

De qual forma as surpresas de 2017 afetam as nossas perspectivas para 2018? Delineamos nossa expectativa central para o próximo ano: aceleração do crescimento para perto de 3%, inflação confortavelmente abaixo de 4,0%, corte adicional da taxa SELIC no início de 2018 (para ao menos 6,75%) e moderada depreciação adicional na taxa de câmbio. Tais projeções incorporam não só as discussões feitas acima, como as mudanças fundamentais que ocorrem na nossa economia e que impactaram as projeções do ano! Seguimos aprendendo com os erros e acertos de 2017 navegando agora em um ambiente muito melhor do que o tínhamos a um, atrás (e como passou rápido!).

Mais importante do que a projeção central serão as assimetrias em 2018 – e nisso a análise dos erros do ano passado é fator essencial, tanto para o bem como para o mal. Do lado negativo, há boas chances de o cenário externo ser menos benigno nesse ano, principalmente depois da aprovação da reforma tributária americana e de sinais de uma desaceleração um pouco mais intensa do crescimento chinês. Nesse contexto, as deflações de alimentos e o comportamento benigno dos preços de bens transacionáveis não devem ser repetir, ao menos na mesma intensidade. Em paralelo, há riscos importantes nos preços de energia, notadamente combustíveis e, aparentemente, cada vez menos em energia elétrica (ainda que o regime hídrico continue inspirando cuidados). Por fim, a dinâmica de um ano eleitoral sempre tende a ser difícil, o que teria impacto sobre a agenda de reformas e, eventualmente, sobre um rebaixamento da nota de crédito brasileira que poderia levar a uma maior depreciação cambial e aumento da inclinação das curvas de juros.

Já do lado positivo, há chance de o crescimento ser um pouco mais elevado do que o atualmente projetado, ainda mais se confirmada a melhora da composição observada no terceiro trimestre (um inesperado crescimento dos investimentos), e se novas notícias positivas continuarem emergindo no campo inflacionário com serviços muito bem-comportados, dispersão benigna e diminuição da pressão em energia elétrica (bandeira verde em janeiro, totalmente surpreendente e que deve tirar pressão da inflação). Caminha-se, portanto, para uma melhora no binômio crescimento x inflação, o que consolida o espaço para taxas de juros mais baixas na largada de 2018.

Como sempre, ressaltamos que o jogo mais relevante agora é pensar no 2019 e além. O novo mínimo histórico da SELIC (potencialmente 6,75%a.a. ou até menos) é descrito pelo Banco Central como estimulativo, ou seja, essa taxa de juros estará abaixo do equilíbrio de médio prazo. Tanto o tamanho como a velocidade da reversão dos juros dependerão da evolução do balanço de riscos durante 2018, com riscos para ambos os lados – e que,

nesse ponto, nos parecem simétricos.

Quadro Resumo

Após 2 meses ruins, o mês de Dezembro foi bem positivo, fechando o ano de 2017 com a costumeira profecia autorrealizável intitulada de “rali de fim de ano”.

O grande destaque do mercado local ficou por conta da bolsa, com valorização acima de 6% e fechando o ano próximo de 27% de ganhos. Os ativos atrelados a juros também performaram bem no mês e no ano. A surpresa foi a valorização do Dólar no mês, mas que fechou o ano praticamente estável.

Nos mercados internacionais, novamente destaque para as bolsas dos EUA e de mercados emergentes, e o petróleo também voltou a ter um mês de forte alta.

Não fizemos mudanças relevantes na alocação, mas vale destacar que esperamos um ano mais volátil, especialmente com a aproximação das eleições, que está longe de estar decidida. Seguimos otimistas com a atividade e os fundamentos econômicos, no entanto, para um ano como esse, proteção e liquidez (para se aproveitar de boas oportunidades) serão de suma importância.

Feliz 2018!!!

Estratégias em Destaque – Balanço de 2017

Nesse mês falaremos sobre as classes gerais de ativos que alocamos e seus respectivos desempenhos em 2017.

Renda Fixa (Pós-fixada): Com a forte queda da Selic ao longo do ano, que fechou 2017 em 7,00% a.a., essa classe foi se tornando menos atrativa, com isso passamos a buscar alternativas mais rentáveis. Sendo assim, diminuimos a indicação de exposição a fundos DI, ante um aumento de risco em crédito e outras classes, como Multimercados.

Renda Fixa (IPCA+ e Pré-fixada): Ao longo do ano entendemos que essa estratégia ainda tinha prêmio, mas muito menor que ao longo do ano de 2016, por isso diminuimos a sugestão de alocação e fomos trabalhando taticamente as oportunidades, que não foram poucas ao longo do ano. Em relação aos vértices, utilizamos as NTN-Bs mais longas e, taticamente, vértices mais curtos de pré-fixado quando surgiram oportunidades, como nas NTNFS 2023.

Crédito High Grade: As emissões de crédito superaram os volumes dos anos anteriores, dando mais opções aos gestores e alocadores, entretanto com o aumento da procura, ocorreu uma diminuição de prêmios em geral. Por outro lado, os fundos se beneficiaram do CDI mais baixo em relação aos ativos indexados ao CDI mais um spread, assim como do fechamento de ativos pré-fixados e atrelados à inflação, nos casos que trabalham com outros indexadores.

Crédito High Yield: Em 2017 continuamos cautelosos, entretanto com o CDI baixo e os spreads de crédito High Grade bem apertados, voltamos a ver boas oportunidades para

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)			●		



alocação nesta classe, através de ativos específicos e fundos especializados.

FIDC: Nossa alocação em FIDCs se dá através do fundo Titan, no qual somos co-gestores com a Valora. O produto entregou em 2017 uma rentabilidade de 117,6% do CDI, em linha com seu objetivo de retorno. Vale ressaltar que o fundo passou ileso em relação a eventos de créditos bem relevantes que ocorreram nos últimos 2 anos.

Multimercados: A abordagem dos gestores de multimercados Macro, principalmente no evento Joesley, foi crucial para a performance do ano. Vimos que gestores que não sofreram stop loss (controle de risco que zera o risco do fundo quando a perda é grande) no mês de maio conseguiram reverter as perdas do evento com mais rapidez e ainda geraram retornos bem consistentes no ano fechado. O aumento do posicionamento em bolsa Brasil também impulsionou a classe de modo geral. Em relação à estratégia *Long and Short*, no segundo semestre começamos um processo de migração para fundos *Long Biased/Equity Hedge*, por estarmos enxergando melhores perspectivas para posições direcionais em bolsa.

Ações: O Ibovespa apresentou um retorno de aproximadamente 27%, sendo a categoria de maior rentabilidade no ano. Mantivemos o ano com um posicionamento otimista para essa classe de ativos e migramos no primeiro semestre para fundos ativos e fundamentalistas. Para carteiras mais conservadoras, alocamos em fundos da categoria *Long Biased*, que proporcionam alguma proteção, devido à maior volatilidade causada por incertezas políticas.

Global: Nossa alocação global é feita via fundos, onde buscamos os melhores fundos e estratégias ao redor do mundo. Esta estratégia foi bem relevante na diversificação de riscos das carteiras em 2017. Os destaques positivos no ano foram as estratégias de *Hedge Funds* e Renda Fixa.