

SUMÁRIO

MUNDO

Deu uma soluçada, mas segue positivo. Crescimento forte e inflação controlada.

MERCADO

Risk on!

BRASIL

Com Lula praticamente fora das eleições, o risco de cauda foi bem reduzido.

Segue o jogo

“The bad news is time flies. The good news is you're the pilot.”

A má notícia é que o tempo voa. A boa notícia é que você é o piloto. (tradução nossa)

(Michael Altschuler)

Lula condenado a um pouco mais de 12 anos de prisão! Bolsa sobe um pouco menos de 12% em janeiro!

Longe de ser uma discussão política no estilo Coxinhas x Mortadelas, esses números representam na verdade o alívio do mercado diante da redução de um dos principais riscos associados ao cenário econômico vigente.

Como gestores, estamos lidando com eventos binários há tanto tempo, que quando se apresenta a possibilidade de voltarmos a nos pautar nos fundamentos econômicos o mercado entra em um estado de quase euforia. As nossas posições estruturais agradecem!

Ao longo de todo o ano de 2017 mantivemos a nossa posição otimista para os ativos de risco do mercado local, especialmente com renda variável. Não foi fácil manter essa posição nove meses atrás, quando avaliávamos os impactos do agora já longuíquo evento da delação do Joesley. Naquele momento, mantivemos nossa convicção de que a recuperação que se descortinava era pautada pela volta de uma previsibilidade econômica, onde o tripé macroeconômico voltava a ser respeitado e isso, por si só, era suficiente para justificar uma melhora expressiva nos preços dos ativos.

Mas por que estamos falando disso agora? Após a decisão sobre Lula no TRF-4, é senso comum que ele se tornará inelegível caso a decisão tomada não seja inesperadamente revogada. Esse cenário aumenta de forma expressiva as chances de um novo governo que mantenha as políticas econômicas vigentes, e diante de um cenário global favorável, sinais internos benignos nas questões de crescimento, inflação e política fiscal, há razões suficientes para mantermos otimismo em relação ao cenário originalmente traçado.

Em nossa última Carta, delineamos as linhas gerais do nosso cenário para 2018: crescimento na faixa 2,5%-3,0% (mais para a ponta de cima do que para a ponta de baixo), inflação confortavelmente abaixo da meta (inclusive abaixo de 4,0%), corte adicional da taxa SELIC no início de 2018 (para 6,75%, podendo ir eventualmente além no decorrer do primeiro semestre) e moderada depreciação adicional da taxa de câmbio.

Tais projeções já incorporavam nossa avaliação do balanço de riscos existentes, naquele momento, para 2018, mas o ano mal começou e já ocorreram eventos que colocaram mais lenha na fogueira do “cenário base”.

Como dita o protocolo, vamos começar com as notícias positivas:

Lá de fora, sopram ventos de um dólar mais fraco no curto prazo, tendência que foi reforçada após a forte bateria de dados positivos na Europa e das declarações do secretário do Tesouro americano em Davos em meados do mês; o DXY, métrica da posição relativa do dólar no mundo, atingiu o menor nível dos últimos 3 anos no início do mês de fevereiro.



Em paralelo, os sinais de aceleração do crescimento global no início de 2018 continuam surpreendendo mesmo os analistas mais otimistas. Expansões do PIB acima de 2,5% nos EUA e na Europa, e acima de 6,5% na China, são um cenário provável. Mais ainda, os sinais de redeflação continuaram dentro do esperado. Nesse sentido, o cenário benigno para emergentes (liquidez abundante, crescimento das economias centrais e pressão inflacionária contida) criou tração no começo do ano, trazendo mais uma enxurrada de recurso do investidor estrangeiro no primeiro mês do ano.

Na economia doméstica, vimos no início de 2018 uma confirmação de *momentum* mais forte do crescimento associado a leituras de inflação bastante comportadas (inclusive nos preços de energia, com bandeira verde tanto em janeiro como em fevereiro).

Os resultados fiscais de 2017 (ainda o grande bode na sala) acabaram sendo muito mais positivos do que o esperado, consequência da recuperação da atividade e dos eventos de arrecadação não recorrentes. Para 2018, há possibilidade real de crescimento mais expressivo das receitas, com aceleração da atividade do lado recorrente e nas não recorrências, como Eletrobrás e leilão do excedente de petróleo da área repassada à Petrobrás (estimativas apontam receitas da ordem de R\$ 90bi).

Como nem tudo são flores, o mês de fevereiro iniciou-se com um susto vindo do cenário externo. Preocupações com uma mudança na retórica do FOMC na reunião de janeiro e o discurso do presidente do FED levaram a uma suposição de um aumento dos juros mais acelerado do que o originalmente suposto. A bolsa americana (índice S&P 500) chegou a cair -3,60% em um dia, enquanto o mercado brasileiro sofreu uma pequena realização seguida de recuperação no curto prazo.

De uma forma mais perene, o risco de um cenário global um pouco mais desafiador aparece com sinais de um realinhamento global, onde o forte crescimento pode levar à aplicação de medidas mais restritivas (seja em política monetária no mundo desenvolvido, seja fiscal e creditícia na China).

Nos EUA, o pacote tributário de Trump e um potencial pacote de infraestrutura (que voltou a ser discutido) devem ser implementados, ao mesmo tempo em que na Europa a forte aceleração da economia e a emergência de pressões inflacionárias localizadas aumentam as apostas de que os juros também deverão subir mais cedo do que o esperado, mesmo que Mario Draghi, presidente do Banco Central Europeu (ECB), tenha reafirmado que o plano original de desmonte do balanço está mantido para setembro.

Na China, o final de 2017 acabou mostrando crescimento mais elevado do que o esperado, mas os primeiros sinais de 2018 sugerem que medidas contra cíclicas (principalmente no fiscal e no crédito) podem ser aplicadas com intensidade maior do que supúnhamos. Em paralelo, há um silencioso aumento da inflação na economia, muito discutido nos preços ao produtor, mas pouco lembrado nos preços ao consumidor. Mesmo que o cenário não seja de forte elevação dos juros, há mais riscos para baixo do que para cima no crescimento.

Já no Brasil, as principais notícias negativas giram em torno das perspectivas fiscais futuras (para 2019). O imbróglie em torno da Reforma da Previdência continua, com poucas chances de aprovação no mês de fevereiro e sinais negativos nas projeções das receitas (tributos e receitas previdenciárias) e das despesas (reajuste dos servidores) para 2018. Em paralelo, a Secretaria do Tesouro Nacional divulgou, em apresentação oficial, que existe um descompasso da ordem de R\$ 200bi para o cumprimento da (agora famosa) “Regra de Ouro”, fato que acreditamos ser uma restrição importante para o funcionamento da máquina pública já em 2019.

Configura-se, portanto, um cenário em que a assimetria de curto prazo permanece bem positiva, com juros baixos, economia em expansão e inflação ainda em níveis bem módicos, porém com riscos de médio prazo (do lado do cenário externo e do âmbito fiscal interno) que continuam no radar sendo monitorados de perto pela nossa equipe!

Quadro Resumo

Temos um famoso ditado no Brasil que diz que o ano só começa após o Carnaval. Esse ano certamente foi exceção, com a condenação de Lula e o forte rali nos mercados em geral.

2018 começou com resultados muito expressivos em janeiro e praticamente todos os ativos de risco relevantes performaram muito bem.

No mercado local, destaque para a bolsa que subiu mais de 11% e também para os retornos bem interessantes das estratégias de multimercados, renda fixa atrelados à inflação e renda fixa pré-fixada.

No mercado internacional, os mercados emergentes lideraram as altas das bolsas, mas EUA, Europa e Japão também performaram extremamente bem.

As *commodities* também se destacaram, novamente lideradas pela valorização do petróleo.

Aproveitamos esses movimentos para reduzir a exposição aos ativos de renda fixa. Ainda vemos prêmio, especialmente nos vértices mais longos, mas já são bem menores do que vimos nos últimos tempos.

Seguimos otimistas com os ativos de risco locais, mas cautelosos com a volatilidade que podemos ter nesse ano. Por isso, vamos tratar adiante de uma “estratégia” que pensamos ser importante para esse período: as proteções.

Estratégia em Destaque

Conforme já comentado, entendemos que estratégias de proteção são extremamente importantes, principalmente em um ano como o de 2018, em que a expectativa geral para a economia (local e internacional) é positiva, mas existem vários fatores de risco que poderiam desencadear um movimento de desvalorização brusca dos ativos “arriscados” (leia-se principalmente bolsas, ativos pré-fixados e atrelados à inflação).

Os fatores de risco que mapeamos e poderiam gerar maior impacto, em nossa opinião, seriam:

- Internos: a eleição de um presidente que não tenha como prioridade as reformas essenciais para a contínua melhora da economia brasileira.

- Externos: (i) pressões inflacionárias nos EUA ou na Europa que impulsionem uma subida de juros/retirada de estímulos mais rápida do que esperado e consequentemente diminuição da liquidez global e (ii) bem menos provável, mas ainda relevante, a possibilidade de algum conflito geopolítico.

Visando mitigar esses riscos, temos diversas formas de proteção que podem ser utilizadas, por exemplo, a escolha de ativos que se complementam e balanceiam os riscos, devido ao comportamento distinto entre si frente a um mesmo evento.

Podemos utilizar também formas um pouco mais sofisticadas, como as operações envolvendo derivativos. Uma das vantagens da utilização desses instrumentos é a

BRASIL	(-2)	(-1)	NEUTRO	(+1)	(+2)
CRÉDITO HIGH YIELD				●	
CRÉDITO HIGH GRADE			●		
RENTA FIXA PÓS		●			
RENTA FIXA PRÉ			●		
RENTA 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	●				
RENTA 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)			●		



possibilidade de geração de retornos assimétricos, ou seja, em um determinado cenário sua desvalorização é bem baixa, enquanto no cenário contrário sua valorização é bem expressiva. As opções de compra (*call*) e de venda (*put*) estão entre os instrumentos mais utilizados para tais operações.

Dando um exemplo prático, podemos proteger uma posição comprada em bolsa através da compra de uma *put* de Ibovespa. Outra forma de proteção para a mesma posição seria a compra de uma *call* de dólar, pois os investidores costumam buscar a segurança da moeda americana em momentos de estresse do mercado. A principal vantagem dessas formas de proteção é a perda limitada (já conhecida desde o início), mesmo quando mantida por períodos mais longos.

Existem ainda estruturas mais complexas, que combinam vários instrumentos, como a compra de volatilidade. Essa é uma operação que ganha valor quando a volatilidade do ativo-objeto aumenta. Sua desvantagem é o custo, principalmente no carregamento ao longo do tempo, o que torna o momento de entrada um fator bem relevante no resultado final.

Essas estratégias de proteção devem ser encaradas como um seguro, aonde se paga um prêmio relativamente pequeno em relação ao “ganho” em caso de sinistro, ou seja, em caso de um cenário econômico adverso. Da mesma forma que no seguro, torcemos para não precisar usá-lo, mas podemos dormir tranquilos, pois em caso de necessidade teremos uma proteção.