

SUMÁRIO

MUNDO

De olho nos Bancos Centrais.

MERCADO

Menos volátil, mas ainda com muitas incertezas pairando.

BRASIL

O imbróglio continua...

House of Cards (ou seria Poderoso Chefão?)

"Só não me diga que você é inocente, isso insulta minha inteligência e ainda me deixa muito zangado."

(Michael Corleone em O Poderoso Chefão)

O cenário vai ser carregado de emoção até o fim do ano, isso é fato. Como ressaltado em nossa última Carta, estamos no meio de um verdadeiro furacão institucional, um embate aberto entre os três Poderes, cheio de golpes e contragolpes: um Judiciário que tenta promover avanços no combate à corrupção e no julgamento da classe política, ainda que sem unicidade em seus quadros; um Executivo que faz de tudo para permanecer acima da "linha d'água" e um Legislativo que oscila entre ataque e defesa de acordo com a agenda do dia.

Durante o último mês tivemos reviravoltas que até mesmo os roteiristas de *House of Cards* ficariam atordoados. Um assessor direto do Presidente (Rocha Loures) foi preso com uma mala de dinheiro (literalmente), o senador Aécio Neves

foi afastado do plenário, novas denúncias implicando diretamente o presidente Temer foram trazidas a público, a reforma trabalhista foi inesperadamente derrotada na CAS (com votos contrários da base aliada), laudo da Polícia Federal atestou a autenticidade da gravação feita por Joesley Batista, recuperando trechos "comprometedores", e o presidente foi formalmente denunciado pelo procurador-geral Rodrigo Janot pelo crime de corrupção passiva, com mais denúncias por vir (a primeira vez que isso ocorreu com um presidente em exercício).

Ainda que nas cordas, o governo não está vencido. A chapa Dilma-Temer foi inocentada no TSE, a tramitação da reforma trabalhista continuou na Câmara e está próxima de ir a Plenário (provavelmente terça, 11/7), o presidente antecipou a indicação de Raquel Dodge (vista como "anti-Janot") como nova procuradora-geral e, em decisão monocrática de um de seus ministros, o STF libertou Rocha Loures e reestabeleceu os direitos políticos do senador Aécio Neves. Sem fazer nenhum juízo de valor sobre os efeitos dessas medidas, sobre os rumos da Lava-Jato e do combate à corrupção, essas duas últimas foram vitórias importantes do governo.

No entanto, o embate continua e novos fatos (positivos e negativos) deverão continuar aparecendo em velocidade estonteante (como a prisão do ex-ministro Geddel Vieira Lima, no início dessa semana). Qualquer prognóstico nesse momento é complicado e a única certeza é que a incerteza continuará elevada.

Neste ambiente, não é surpresa que a agenda de reformas econômicas, tão relevantes para o longo prazo do país, tenha ficado em segundo plano. A estratégia de fatar as denúncias contra o Presidente, ao invés de apresentá-las em conjunto, criará um fluxo mais longo de notícias negativas e poderá atrasar o rito processual na Câmara. Estamos vendo um rearranjo das forças políticas, e a deposição do presidente não é um cenário a ser descartado.

No meio da tempestade, a boa notícia é que os fundamentos econômicos parecem que voltaram a funcionar, com a inflação, crescimento e juros caminhando em uma só sintonia. E, apesar da turbulência, atribuímos probabilidade bastante baixa a um "cavalo de pau" da política econômica no médio prazo. No ponto em que estamos, não fazer as reformas estruturais, ao menos em algum grau, seria temerário - a nota de crédito brasileira (novamente em revisão para rebaixamento pela S&P) é um lembrete explícito. A discussão, portanto, não é propriamente de direção, mas sim de velocidade e intensidade. De uma forma ou de outra, mudanças terão que ser feitas no mais tardar pelo próximo Governo.



Do lado da economia global, o mês também foi bastante "animado". Tivemos alguns eventos importantes em política monetária, com uma migração para visões mais duras capitaneadas pelo FED (Federal Reserve) e pelo BCE (Banco Central Europeu). Nos EUA, mais importante do que a elevação dos juros foram os sinais emitidos quanto ao futuro: se por um lado deixou claro que mais elevações dos juros serão feitas de forma bastante gradual, por outro lado lançou as bases para a retirada do excesso de liquidez da economia, com progressiva diminuição de seu balanço a partir do final deste ano.

Na Europa, o BCE forneceu uma avaliação do cenário prospectivo muito mais equilibrada entre inflação e crescimento, inclusive com discussão explícita de reinflação global (comentário de Mario Draghi, depois relativizado por outros membros). Um maior equilíbrio entre crescimento e inflação também foi observado nas comunicações recentes dos bancos centrais da Inglaterra e Canadá.

Isso significa que estamos no limiar de um aumento desenfreado dos juros globais? Definitivamente não. Não estamos falando de reinflação descontrolada. A impressão geral, com a qual nos alinhamos, é de que se inicia um processo de normalização coordenada (essa é a novidade) das condições monetárias nos países desenvolvidos devido a uma melhora no ambiente econômico. Não é uma notícia ruim, mas pode ter impactos negativos nos preços dos ativos emergentes, a depender da velocidade e intensidade do processo (investidor estrangeiro deverá ficar um pouco mais seletivo).

No cenário doméstico, uma primeira leitura diria que os maiores destaques positivos foram a divulgação de um crescimento de 1,0% do PIB no 1º trimestre de 2017 e de dados de emprego mais positivos nos meses de abril e maio. Para o governo, uma indicação clara e comemorada de que a "hora da virada" na economia tinha chegado.

Ledo engano. No emprego, de fato tivemos geração de postos formais e desemprego menos elevado do que o esperado. Ainda assim, há clara precarização do trabalho (aumento relativo dos informais) e a taxa de desemprego continuará elevada (acima de 13,0%) até onde a vista alcança. Já no PIB, se retirarmos agricultura e suas reverberações, o que vemos na verdade é uma economia que parou de acelerar a queda, mas continua em contração.

Como já comentado, a principal notícia positiva foi que a macroeconomia voltou a funcionar. E há muito o que se comemorar nesse sentido. Com uma atividade tão fraca, os números de inflação têm sido muito benignos e caminhamos a passos largos para uma inflação abaixo de 3,0% no início do 3º trimestre e números bem próximos a isso no ano fechado de 2017 (muito abaixo da meta). O presidente do BC Goldfajn está certo: parece que a espinha dorsal da inflação foi novamente quebrada.

Nesse cenário, estão postas as condições para mais cortes nas taxas de juros. Após a sinalização quase explícita de que a velocidade seria reduzida para 75bps na próxima reunião do COPOM devido ao aumento da incerteza, houve um esforço contínuo de suavização dessa mensagem durante o mês de Junho em entrevistas, discursos e documentos oficiais no Banco Central. O ápice desse processo ocorreu no Relatório Trimestral de Inflação (RTI), que deixou claro que questões conjunturais podem se sobrepor a questões estruturais. Um corte de 100bps na próxima reunião está totalmente nas cartas e passou a ser considerado o mais provável pelo mercado.

Então a Selic continua caindo indefinidamente? Parece-nos que não. O cenário de mercado mostra que, com uma taxa de câmbio entre R\$ 3,30 e R\$3,40 e juros terminais de 8,50%, chegaríamos à inflação na meta em 2018 e 2019. Em paralelo, o Conselho Monetário Nacional (CMN) revisou a meta de inflação para 4,25% em 2019 e, inesperadamente, para 4,0% em 2020. Tudo mais constante, uma meta de inflação mais baixa implica em maior assertividade da política monetária. Com as condições de mercado atuais, uma Selic muito abaixo de 8,00%-8,50% não nos parece provável, porém, um cenário mais benigno na inflação esperada e condições piores na atividade podem referendar uma Selic terminal mais baixa, o que hoje nos parece ter baixa probabilidade. Em política monetária, sempre vale a máxima de Ortega y Gasset: "Eu sou eu e minha circunstância".

Quadro Resumo

Após a turbulência do mês de maio, os mercados locais tiveram um mês um pouco mais tranquilo. O Dólar seguiu se valorizando em relação ao Real, Bolsa e as NTN-Bs andaram praticamente de lado e os juros pré-fixados tiveram performance bem positiva, em especial os mais curtos, que refletem mais Política Monetária do que risco-país.

Continuamos cautelosos com o cenário, mas vendo algumas oportunidades interessantes, principalmente com horizontes mais longos de investimento, nos mercados de ações, juros e fundos multimercados, sempre avaliando a melhor relação Risco x Retorno e os diferentes perfis de risco.

Na parte curta da curva de juros, que comentamos no mês passado, o mercado andou a nosso favor e os prêmios ficaram mais magros. Nos níveis atuais, gostamos mais das NTN-Bs intermediárias e ainda vemos prêmio nos juros nominais um pouco mais longos, mas com mais risco.

Lá fora, estamos acompanhando de perto o desenrolar dessa ação coordenada dos bancos centrais desenvolvidos. Não parece que teremos uma ruptura do cenário mais benigno que vimos nos últimos meses, porém, o investidor estrangeiro talvez fique um pouco menos confortável em alocar em “tudo” que tiver boas taxas e passe a dar mais peso para os fundamentos.

BRASIL					
Ativos	(-2)	(-1)	Neutro	(+1)	(+2)
CRÉDITO HY			●		
CRÉDITO HG			●		
FIDCS				●	
RENDA FIXA PÓS		●			
RENDA FIXA PRÉ				●	
RENDA FIXA IPCA				●	
MULTIMERCADO					●
AÇÕES				●	
IMOBILIÁRIO					●
GLOBAL					
Ativos	(-2)	(-1)	Neutro	(+1)	(+2)
AÇÕES EUA			●		
AÇÕES EUROPA				●	
AÇÕES JAPÃO			●		
AÇÕES EMERGENTES			●		
CRÉDITO INVESTMENT GRADE		●			
CRÉDITO HIGH YIELD			●		
CRÉDITO EMERGENTES				●	
TÍTULOS SOBERANOS	●				
COMMODITIES			●		
HEDGE FUNDS					●
REAL ESTATE			●		
MOEDAS					
Ativos	(-2)	(-1)	Neutro	(+1)	(+2)
USD (Dólar x Cesta)			●		
EUR (Euro x Dólar)			●		
JPY (Iene - Japão)			●		
BRL (Real x Dólar)			●		

Estratégias em Destaque - Balanço do 1º Semestre de 2017

Neste mês falaremos sobre as classes gerais de ativos que temos em nossas carteiras e seus respectivos desempenhos em 2017 até o momento.

Renda Fixa (Pós-fixada): No primeiro semestre de 2017 a renda fixa pós-fixada já começou a se tornar menos atrativa, após os sucessivos cortes da Selic, o CDI acumula uma taxa anualizada de 11,52% (contra os 14% de 2016). Com a expectativa de continuidade na queda de juros, vemos essa categoria se tornando cada vez menos atrativa.

Renda Fixa (IPCA+ e Pré-fixada): No início de 2017 ainda enxergávamos grandes oportunidades nesta classe de ativos, na expectativa de fechamento das taxas de juros, com a melhora do cenário Brasil. Tal estratégia vinha performando extremamente bem até maio, quando a incerteza política gerada levou a um aumento das expectativas de juros, ainda que para um patamar menor do que do início do ano. Os ativos indexados a IPCA renderam em linha com o CDI no período e os pré-fixados consideravelmente acima. Para os próximos meses estamos vendo mais atratividade nos ativos atrelados à inflação.

Crédito High Yield: No início de 2017 continuamos cautelosos em relação a essa classe de ativo, o que se mostrou acertado, dado que no primeiro semestre ainda foram vistas algumas marcações e fundos rodando abaixo ou próximos ao CDI. No entanto, estamos voltando a ver oportunidades interessantes e avaliando novas alocações, ainda que lentamente e de maneira bastante seletiva.



Crédito High Grade: No começo do ano as emissões de crédito voltaram com alguma força, ajudando na continuação do processo de migração de créditos bancários para créditos corporativos de qualidade. Os fundos entregaram resultados em linha com as suas metas, sem grandes surpresas, entre 105% e 110% do CDI.

FIDC: Nossa alocação em FIDCs se dá através do fundo Titan. O produto entregou no primeiro semestre de 2017 uma rentabilidade de 115,5% do CDI, um pouco abaixo da sua meta de retorno devido a um percentual maior em caixa, proveniente de maior cautela e seletividade. Vale ressaltar que o fundo continuou ileso em relação a eventos de crédito.

Multimercados: Os fundos Multimercado Macro vinham apresentando performances excepcionais nesse início de ano, surfando principalmente o movimento de fechamento da curva de juros, até o dia 18 de maio. Devido aos eventos políticos ocorridos, vários fundos apresentaram quedas relevantes. No entanto, com havia uma “gordura” razoável, a estratégia agregada ainda entregou resultados acima do benchmark, com os fundos individuais variando retornos entre 74% e 150% do CDI. Na estratégia Long and Short, continuamos com apenas um fundo, que sofreu um pouco no início do ano. Porém, o efeito de decorrelação entre as estratégias ajudou a aliviar as perdas em maio, uma vez que essa categoria teve retornos bem positivos no mês.

Ações: O Ibovespa apresentou um retorno de 4,4% no primeiro semestre de 2017, tendo também sofrido em maio. Em sua maioria, os fundos de ações long only apresentaram retornos acima do índice. A nossa visão é que o momento atual é um bom ponto de entrada e estamos gradualmente aumentando nosso posicionamento na classe. Além disso, a alocação majoritária em fundos de Valor e a entrada em Small Caps ajudou a performance da estratégia como um todo.

Global: Nossa alocação global é feita através do fundo TB Global Hedge. De uma forma geral, todas as categorias apresentaram bons resultados, com destaque positivo para Hedge Funds e Renda Fixa *Unconstrained* (fundos que não seguem um benchmark específico). A estratégia como um todo entregou um retorno de 120% do CDI no semestre.