

SUMÁRIO

MUNDO

Tumultuado, mas sob controle.

MERCADO

Banco Central alinhado com a nossa visão de inflação.

BRASIL

Eleições começam a “roubar espaço” dos dados econômicos, mas ainda não há clareza para o cenário eleitoral.

Em compasso de espera

“E aqueles que foram vistos dançando foram julgados insanos por aqueles que não podiam escutar a música...”

(Friedrich Nietzsche)

Einstein tinha apenas 26 anos e trabalhava em um escritório de patentes na Suíça quando intuiu a sua Teoria da Relatividade que mudou definitivamente a forma como o Espaço e o Tempo são compreendidos pela humanidade. O leitor mais atento pode estranhar a palavra “intuiu”, mas a verdade é que o jovem Einstein chegou à sua Teoria da Relatividade Geral sozinho, raciocinando, deduzindo e criando hipóteses em sua mente brilhante, mas não havia nenhuma base experimental para isso. Para poder comprovar sua hipótese, Einstein precisou aguardar a ocorrência de três eclipses. Na primeira tentativa o estouro da 1ª Guerra impediu o experimento, no segundo, o mau tempo atrapalhou. Foi somente em 1919, em Sobral, no Ceará (isso mesmo, no Brasil) que Einstein conseguiu fotografar o fenômeno das lentes gravitacionais, que faz com que a luz das estrelas seja distorcida pela força da gravidade do Sol, e assim comprovar sua mais famosa teoria.



Sem tanto *glamour* e com muito menos impacto para a sociedade, vivemos um período parecido na economia do Brasil. Sabemos que a crise recente foi tão profunda quanto transformadora. Sabemos que o pulso firme do Banco Central levou a inflação para patamares muito abaixo do nosso nível histórico e que a recuperação econômica apesar de lenta está em andamento, mas ainda não conseguimos mensurar os impactos que uma mudança histórica do patamar de juros e uma SELIC em patamares tão baixos, por um período prolongado de tempo, terão em nossa economia.

Na nossa última carta mensal alertamos que o ciclo de corte da Selic deveria ser mais longo do que o mercado esperava. Quando todo mundo dava por certo o encerramento do ciclo nesta última reunião, aventamos que a taxa básica cairia até 6,25% ao ano, com espaço para chegar aos 6,0% a.a..

A Ata de divulgação da última reunião do Comitê de Política Monetária (COPOM) veio exatamente em linha com o que enxergávamos. O documento sinalizou claramente que a SELIC deve ter, pelo menos, mais um corte adicional de 0,25 ponto percentual. Gostaríamos de pensar que chegamos a esta conclusão antes do mercado, como nosso brilhante Einstein, intuindo, raciocinando e aventando hipóteses, mas a verdade é que isso só foi possível através de uma análise detalhada da inflação e do processo de recuperação, pós-traumática, de nossa economia. As características do recuo inflacionário que deram a tônica no ano passado nos sugeriam maior perenidade deste processo, em especial na lenta reinflação dos serviços e na relativa “precarização” do consumo. O detalhe deste processo é que menor inflação significa um movimento mais lento de recuperação. Nossa expectativa para o PIB 2018 está ao redor de 2,5% a 3,0%, um pouco abaixo da média do Focus.

Mais uma vez nada de novo por aqui, foi exatamente assim que o mundo se recuperou da crise de 2008, de forma lenta e contínua, puxado por pacotes de estímulos monetários. É exatamente isso que a equipe econômica tem feito ao manter os juros baixos “por um período suficiente de tempo” e lançando mão de estratégias como a diminuição do compulsório bancário. Essa última é uma medida que, a nosso ver, visa estimular a oferta de crédito pelos bancos privados.

Enquanto aguardamos o efeito dos remédios no lado monetário, em um compasso de espera, a política, como um irmão mais velho que andava quietinho, não querendo chamar a atenção, volta ao radar. Na madrugada do último dia 5 o STF negou o *Habeas Corpus* ao ex-presidente Lula e encerrou mais um capítulo da novela em relação à sua prisão. Se por um lado o mercado parece festejar, por outro a completa falta de definição em relação aos

outros candidatos nos deixa em um limbo difícil até para especular!

No dia 7 de abril encerra-se o prazo para mudanças de partido e saída de cargos públicos, e a partir da próxima semana devemos começar a desenhar as reais possibilidades para a corrida eleitoral. Por enquanto, mais uma vez a música dá uma pausa e aguardamos a neblina se esvanecer para poder traçar cenários mais prováveis.

Se por aqui as coisas andam meio paradas, no mundo a guerra comercial deflagrada pelo presidente Trump não dá sinais de que deve acabar tão cedo e os membros do seu partido voltam a ficar preocupados com os efeitos que retaliações chinesas podem trazer para diversos setores da economia. Como um bom estrategista que é, Donald logo voltou a falar da construção do muro do México, tirando os holofotes do movimento que os demais países estão organizando na OMC. O bom de ser o protagonista é que a história se move com você e ele sabe bem disso. Diminuindo os impactos da pressão popular da guerra comercial, ele abre margem para novas negociações, como fez com o caso do NAFTA (tratado dos países da América do Norte). Resta saber se a briga que ele arrumou com nada mais nada menos do que a Amazon Inc. faz parte desta estratégia e até quando o mundo corporativo e seus pares no Partido Republicano vão ser coniventes com os impactos para o “business” da sua maneira polêmica de governar.

Enquanto os grandes se digladiam, o Brasil continua aparecendo como destaque nas publicações do mundo afora, e como sempre dizemos, as expectativas deles são menores, por isso parecem não se preocupar tanto com as nossas mazelas. As perspectivas do investidor estrangeiro para o Brasil continuam mais otimistas do que com a média dos países emergentes. Este cenário serve como “colchão” para a falta de novidades das últimas semanas e não vemos espaço para reversão das expectativas. Seguimos com a nossa visão: otimistas com cautela, aguardando o fim do intervalo para dar sequência ao segundo tempo de jogo que promete, no mínimo, muitas emoções pela frente!

Quadro Resumo

No mercado local, destacamos a boa performance do Dólar e dos ativos de Renda Fixa (pré-fixados e atrelados à inflação, de vencimentos mais curtos), enquanto os Multimercados entregaram retornos mistos e a bolsa andou de lado. O destaque dos ativos de Renda Fixa deve-se a uma diminuição de expectativa de juros no curto prazo, com um COPOM sinalizando a possibilidade de mais um corte de 0,25 ponto percentual, que ainda não estava sendo precificado pelo mercado.

Já no mercado internacional, as bolsas dos países desenvolvidos continuaram em queda, com destaque para a americana, impactada principalmente pelo início da guerra comercial deflagrada pelo presidente Trump. Vale lembrar que o movimento de subida de juros pelo Fed (Banco Central Americano) já era amplamente antecipado pelo mercado.

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)			●		

Neste mês decidimos por manter as estratégias de alocação sem grandes movimentações, mas diante do cenário desafiador acreditamos fazer sentido ter uma proteção na carteira.

Continuamos com uma visão construtiva para bolsa, crédito (principalmente *High Yield*) e Multimercados no Brasil, mas agora trabalhando também com proteção. Ainda estamos cautelosos em relação às bolsas e movimentos de juros nos mercados desenvolvidos.

Estratégia em Destaque

Este mês vamos falar da categoria de Crédito, mais especificamente voltada para ativos *High Yield* (ativos de maior prêmio, mas também com níveis de risco um pouco mais elevados).

Com a queda da taxa SELIC para o menor nível da história, enxergamos uma necessidade de o investidor brasileiro tomar mais risco para conseguir ter os mesmos retornos de outras épocas. Já falamos nessa seção da migração para outras classes como Multimercados e Renda Variável e agora gostaríamos de ressaltar essa opção dentro da própria classe de Renda Fixa, entretanto através de produtos de crédito.

As principais características dos créditos *High Yield* no Brasil são:

- Operações com fluxos (seja de recebíveis, seja de dividendos), normalmente tendo como pagador desse fluxo empresas de risco de crédito atrativo ou uma carteira pulverizada (seja de clientes comprando imóveis, de produtores agrícolas tomadores de crédito através de insumos, entre outros). Esse fluxo normalmente costuma pagar no mínimo 100% da operação (principal + juros), tendo normalmente alguma “gordura”, e sendo pago diretamente em uma conta destinada ao ativo (seja CRI, CRA, etc.);
- Operações costumam ter garantias reais (de imóveis, terrenos, entre outros) de mais de 100% do total da dívida a valor estressado da garantia (normalmente se utiliza em torno de 70% do valor da garantia dada para se calcular o valor estressado);
- Operações normalmente têm aval das pessoas físicas donas do negócio;
- Em caso de risco de performance, é comum que se faça um “seguro performance”.

Comparativamente, as operações de crédito *High Grade* (empresas de baixo risco de crédito) costumam ser diretamente devidas pela empresa tomadora, ou seja, sem um fluxo atrelado à operação, e costumam ser clean (sem nenhuma garantia). Tendo essas informações em mente é fácil perceber que operações *High Yield*, por terem maior risco da empresa, de carteiras ou de projetos, se cercam de garantias para que, mesmo ocorrendo algum problema com a empresa ou com o fluxo, o investidor final seja pago. Por outro lado, operações *High Grade* dependem apenas do risco da empresa tomadora que, por mais que seja excepcional, pode estar sujeita a riscos não antecipados.

Em relação à oferta, vemos bastante oportunidade nesse mercado. Hoje temos apenas três grandes bancos privados concedendo crédito, e que estão bastante restritivos, direcionando seus recursos para nomes *High Grade*. Por isso é provável que surjam ainda mais emissões no mercado de capitais, até para empresas menores através de operações mais estruturadas.

Por fim, é importante ressaltar que tais operações têm especificidades jurídicas bem relevantes e devem ser extremamente bem amarradas. Nesses casos, a análise profunda tanto do crédito específico quanto da estrutura da operação é fundamental!

Em questão de remuneração, tais operações tendem a pagar taxas a partir de 125% do CDI, enquanto ativos *High Grade* estão pagando algo como 98% a 101% do CDI (principalmente ativos isentos como CRIs e CRAs).