



SUMÁRIO

MUNDO

Bancos Centrais se movimentando.

MERCADO

Interrompeu a sequência de bons resultados dos últimos meses.

BRASIL

Começando a olhar para 2018.

Riscos e Incertezas para 2018

*“O mundo é barulhento e bagunçado. É preciso saber lidar com ruídos e incertezas.”
(Daphne Koller, tradução nossa)*

Existe literatura econômica robusta que procura distinguir os conceitos de risco e incerteza. O primeiro exercício organizado nesse sentido foi feito por Frank Knight, em seu livro *Risco, Incerteza e Lucro* (1921). De forma simplista, Knight definiu risco como uma incerteza mensurável, ou seja, uma situação na qual as possibilidades futuras são conhecidas e respeitam uma determinada distribuição de probabilidades (estimável). Incerteza, por outro lado, seria uma situação mais radical onde nem mesmo as possibilidades futuras seriam conhecidas, tudo seria bem mais subjetivo.

Talvez a razão pela qual os economistas sejam tão bons em falar do passado, e nem tão bons em prever o futuro (mas ótimos para dar desculpas...) seja uma confusão prática entre os conceitos de risco e incerteza. Trabalhamos com informação incompleta, variáveis instáveis e, por construção, somos incapazes de antecipar choques. Há mais incerteza no que fazemos do que gostamos de admitir.

Essa discussão sobre risco e incerteza é especialmente importante ao falarmos das avaliações para o futuro próximo da economia brasileira, ainda que seja pouco lembrada. Nesse momento, estamos em plena temporada de revisão das estimativas econômicas para 2018. Em linhas gerais, o cenário traçado é róseo: juro para baixo, inflação controlada, mundo benigno, taxa de câmbio disciplinada e sucessivas revisões para cima no crescimento!

Ainda que estejamos mais cautelosos do que a média (nosso número de PIB para 2018 é de 2,3%), também esperamos um futuro progressivamente melhor. No entanto, ainda existem eventos que podem mudar as nossas projeções, tanto para baixo como para cima. Nessa carta destacamos quatro fatores de assimetria (sem necessariamente distinguir risco de incerteza) e discutimos brevemente as suas principais implicações.

O primeiro é óbvio, ainda que nem sempre tratado com a devida atenção: em 2018 teremos eleições majoritárias que ocorrerão em meio a uma elevada descrença na política e nos políticos, o que provavelmente levará a uma eleição fragmentada com possibilidade real de ascensão de candidatos pouco tradicionais. Continuamos acreditando que um cavalo de pau na economia é improvável, mas esse é um cenário que não pode ser totalmente descartado. Mais ainda, a depender dos resultados esperados para o pleito, o desempenho econômico de 2018 pode ser completamente diferente - e os efeitos podem ser inclusive positivos de acordo com o quadro eleitoral em meados do próximo ano. A não continuidade das reformas e um possível rebaixamento de *rating* em decorrência disso também compõem os riscos que estão no radar.

O segundo fator de assimetria tem aparecido de forma mais clara nos últimos meses. O processo de normalização das condições monetárias globais ganhou tração, com coordenação dos principais bancos centrais (até o Banco do Japão começou a participar!) e ações efetivas do Federal Reserve (FED), do Bank of Canada e do Bank of England. Nesse ponto, a discussão é sobre a velocidade: quanto mais rápida essa normalização, mais impactos serão percebidos sobre os ativos emergentes. Uma eventual depreciação mais intensa da moeda (o mês de outubro já teria sido isso?) pode afetar a dinâmica inflacionária da nossa economia e forçar uma elevação dos juros mais cedo (ou de forma mais intensa) do que se pensa.



O terceiro fator de assimetria está relacionado aos efeitos da inflação baixa e da queda dos juros sobre os determinantes do consumo, amplamente considerado como o grande vetor de aceleração do crescimento em 2018. O canal da inflação baixa é relativamente bem mapeado, com aumento da renda real disponível das famílias e maior espaço orçamentário. Já o canal dos juros opera na mesma direção, ainda que a sua intensidade seja bem menos conhecida - não só estamos rumando para águas nunca antes navegadas (taxas mais baixas da história), como existem questões que podem minimizar a oferta de crédito pelo setor bancário (em especial o público) em 2018.

Em dito isso, nossas projeções centrais podem ser vistas como moderadamente conservadoras: com um repasse mais intenso da queda da taxa SELIC às taxas bancárias, há espaço para uma maior aceleração dos serviços (mais relevante que o consumo para o crescimento) na economia - conseguimos gerar crescimento pouco menor do que 3,0% em 2018 se fizermos algumas hipóteses mais agressivas em nossos modelos.

Por fim, o quarto fator de assimetria é a crescente discussão em torno dos preços administrados, em específico os preços de energia elétrica. Aparentemente ficaremos em bandeira vermelha (nível 2) até o fim desse ano e há boas chances de cobrança extra nas contas durante todo o ano de 2018 (a depender do regime de chuvas). Tais impactos sobre a retomada seriam relevantes, diminuindo a renda disponível pelo aumento da inflação (gerando um viés de baixa para consumo e serviços), abrindo espaço para elevação de juros mais cedo do que se supõe (se houver contaminação inflacionária) e um viés também de baixa para o PIB industrial. A depender dos choques tarifários e de seus impactos sobre a decisão de produção das empresas (vender a energia no mercado livre ou não), também é possível construir cenários com expansão do PIB abaixo de 2,0% no ano que vem.

Continuamos afirmando que há boas razões para um otimismo cauteloso e realista quanto à evolução do cenário econômico em 2018. No entanto, ressaltamos também que a distribuição de choques (portanto, incerteza e risco) tem sido negligenciada. Ademais, parece que os cenários mais negativos têm sido menos lembrados pelos analistas do que os cenários mais positivos - dessa forma, sugerimos cautela para o futuro.

Passando aos dados econômicos mais recentes, o destaque na seara internacional continua sendo a progressiva (e lenta) elevação de tom dos bancos centrais desenvolvidos. Nesse sentido, os eventos mais importantes foram a elevação dos juros pelo Bank of England (ainda que regulando para baixo as expectativas de elevações futuras) e a decisão do FED de novembro, que não só manteve as taxas de juros e deu início à normalização do balanço da instituição, como também sinalizou uma recuperação mais consistente da atividade e, para muitos, também uma elevação dos juros na reunião de dezembro.

A despeito de alguma fanfarra em torno do tema, a confirmação de Jerome Powell para a presidência do FED a partir de fevereiro de 2018 deve ser fator relativamente neutro. O plano de elevação gradual das taxas de juros americanas continua sendo o nosso cenário base, com riscos mais evidentes no crescimento (que acelera), no mercado de trabalho (em pleno emprego) e, de forma bem sutil, na composição da inflação (com alguns detalhes ligados a serviços mostrando uma leve pressão).

No cenário doméstico, os dados mais recentes mantiveram o tom positivo, apesar de algumas surpresas levemente negativas na indústria (dois meses seguidos de expansão mais fraca do que a esperada) e na inflação prospectiva (com aumento da pressão dos preços administrados já em 2017 e alguns sinais mais duros no atacado). Em linhas gerais, no entanto, a tese de recuperação pelo consumo continua valendo: a inflação está (e deverá continuar) baixa, o desemprego segue em redução e as taxas de juros de empréstimos às pessoas físicas continuam em queda em paralelo a um aumento das concessões.

Olhando especificamente para a trajetória dos juros, o grande destaque foi a decisão do COPOM de reduzir a taxa básica de juros em 0,75 e a sinalização mais explícita de uma redução adicional de 0,50 na reunião de dezembro - levando, portanto, a taxa SELIC ao mínimo histórico de 7,0%a.a. ao fim de 2017. Ainda que tenha ocorrido dentro do *script* esperado pelo mercado, a decisão trouxe algumas mudanças importantes.

Principalmente, abriu-se a porta para uma redução adicional da taxa SELIC no início de

2018, a depender da evolução do balanço de riscos e do cenário prospectivo para a atividade e para a inflação. A SELIC terminal deste ciclo poderia ser, portanto, 6,50%a.a., a ser atingida no primeiro trimestre de 2018.

Em linhas gerais, continuamos a considerar as projeções condicionais de inflação do Banco Central (mais pessimistas) tanto para 2017 como para 2018. Uma eventual redução para 6,50%a.a. não muda em nada o comportamento da inflação em 2018, mas torna a vida mais difícil em 2019 e, principalmente, em 2020.

Nesse sentido, consideramos que a incerteza associada ao cenário prospectivo e os ganhos limitados com um corte adicional de 0,50 na SELIC fazem com que esse cenário alternativo tenha probabilidade menor, mantendo nosso posicionamento original de SELIC terminal a 7,0%a.a.. Reconhecemos, no entanto, que sua menção em um documento oficial é um sinal forte que não pode ser desconsiderado e há risco real de o ciclo ir um pouco além.

Quadro Resumo

O mês de outubro interrompeu a sequência de bons resultados para os mercados emergentes (em especial América Latina). No mercado local, bolsa acabou ficando praticamente estável, e a curva de juros sofreu com elevação das taxas, com os papéis mais longos perdendo um pouco de valor.

O Dólar se valorizou bastante em relação às moedas globais e com o Real não foi diferente.

As bolsas de países desenvolvidos mantiveram uma boa performance e tivemos um *rally* em *commodities* (Petróleo).

Entendemos que após alguns meses seguidos de fortes valorizações, é natural (e até saudável) alguma acomodação. O mercado estava muito comprado, o que acaba causando movimentos de maior magnitude.

Por aqui, mantemos nosso posicionamento estratégico e vemos essa realização como uma oportunidade para irmos aumentando as posições de risco em Renda Variável gradativamente!

A Renda Fixa também parece ser uma boa oportunidade, após a abertura recente de taxas, em especial em papéis atrelados à inflação (IPCA+).

Lá fora, também seguimos gostando de bolsa europeia e de mandatos mais livres.

No entanto, temos de monitorar os riscos e incertezas que mencionamos acima e estamos atentos avaliando o melhor momento para montarmos posições de proteção, caso um cenário mais adverso venha a ocorrer.

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)			●		



Estratégia em Destaque

A melhora do cenário econômico no Brasil e taxas de juros mais baixas por um período prolongado de tempo devem levar os ativos de Renda Fixa tradicionais a ficarem menos atrativos. Com isso, se torna necessária a procura por alternativas de maior risco de mercado (ou de crédito) para buscarmos retornos acima da média.

Nesse cenário os fundos Multimercados, que como o nome bem diz, operam com diversos mercados e estratégias, seguem sendo cada vez mais relevantes para agregar valor às carteiras. Por isso, vamos falar um pouco mais sobre essa classe de ativos e quais são as nossas perspectivas.

As principais classes que temos hoje são as seguintes:

(1) Multimercados Macro, costumam trabalhar nos mercados de Juros, Renda Variável, Moedas, entre outros, tanto local quanto internacional, tendo como pano de fundo para tomada de decisões as expectativas dos gestores no campo macroeconômico. Com a queda das taxas de juros, gestores que possuem expertise em outras classes de ativos, e no mercado *offshore*, devem se destacar dentro dessa estratégia.

(2) Multimercados Long Short/Equity Hedge, se baseiam nas oportunidades ocasionadas por assimetrias entre preços de ativos, montando posições compradas e vendidas no mercado de Renda Variável. A principal diferença entre eles é que os fundos Long Short buscam uma exposição líquida neutra, ou seja, na composição da carteira, todas as posições compradas são contrabalaneadas por posições vendidas, não havendo componente direcional. Já os Equity Hedges possuem a liberdade de assumir uma exposição líquida direcional, tanto comprada quanto vendida.

(3) Multimercados Quantitativos, trabalham através de modelos matemáticos, com pouca ou nenhuma interferência humana, primordialmente com assimetrias entre preços e tendências de movimentos em diversos mercados.

(4) Temos também fundos de Arbitragem, Eventos, Volatilidade e outras que acabam tendo pouca representatividade devido às reduzidas oportunidades (pelo menos por enquanto) no mercado brasileiro.

No meio do caminho entre os Multimercados e os fundos de ações temos os classificados como Long Biased, que possuem semelhanças com os Equity Hedges, pois operam no mercado de Renda Variável e podem comprar e vender ações. A diferença principal é que o viés é sempre comprado, então tendem a seguir os movimentos de bolsa, porém com mais proteções. Essa é uma classe que tem ganhado visibilidade, principalmente pelo cenário de boas perspectivas para a bolsa, com algumas incertezas e volatilidade no caminho.

Dentre essas categorias, os fundos Macro costumam ter um maior peso nas carteiras, pelo dinamismo tático e diversificação de mercados, porém acreditamos que algumas outras estratégias devem começar a ganhar mais peso nos portfólios, agregando fontes alternativas de retorno.