

SUMÁRIO

MUNDO

Eleições europeias e Trump mais moderado (ou menos agressivo).

MERCADO

Novamente um mês de bons resultados para os ativos de risco.

BRASIL

Foco total na Reforma da Previdência.

Estamos em Reforma...

“Not having to worry about money is almost like not having to worry about dying.”

“Não ter de se preocupar com dinheiro é quase como não ter de se preocupar com a morte.”

(Mario Puzo, tradução nossa)

No Brasil, dizemos que o ano só começa depois do Carnaval! Bem, essa máxima parece não se aplicar a 2017, com tantos acontecimentos relevantes, antes mesmo de encerrarmos o primeiro trimestre.

No mês de fevereiro tivemos mais uma reunião do Copom, que cortou a taxa básica de juros em 0,75 ponto percentual, levando a Selic para 12,25%, como previsto. Ainda deixou aberta a porta para uma eventual aceleração na próxima reunião, que acontecerá em abril.

Os dados de inflação continuam surpreendendo para baixo, o que pode favorecer um ciclo de cortes mais profundo e também tem impulsionado a discussão de uma meta menor para 2019 (4% ou 4,25%).

Do lado da atividade, tivemos o anúncio do PIB de 2016 (-3,6%) confirmando esta como a maior recessão da história da república, deixando para trás o biênio de 1930 e 1931. Porém, acreditamos que o ponto de inflexão acontecerá em algum momento esse ano e chegaremos ao quarto trimestre com um crescimento bem razoável.

Os dados mais críticos dos números de 2016 são os de consumo das famílias e dos investimentos. O primeiro fala da qualidade de vida dos brasileiros, e o outro, da construção do futuro. O consumo das famílias depende da renda e do emprego, as duas variáveis que mais sangraram durante a recessão. A renda vai se recuperar com a queda mais veloz e intensa da inflação e a consequente redução dos juros. Aliás, ao ver um buraco mais fundo na economia, é bem capaz de o Banco Central cortar com mais força a taxa de juros.

“O Brasil hoje já é um país que volta ao normal. Sentimos os efeitos da recessão, mas o país já volta a crescer”, disse o ministro da Fazenda, Henrique Meirelles, após os números do PIB. Que assim seja, ministro!

Contudo, é muito importante para a continuidade desse sentimento mais positivo que a Reforma da Previdência seja aprovada. Certamente haverá negociações e concessões em alguns pontos, mas acreditamos que a matéria passará com boa parte do que foi proposto inicialmente!

Outro ponto importante da reforma crucial para a classe política, é que esta ocorra ainda no primeiro semestre, havendo assim tempo hábil de impactar positivamente a economia antes das eleições de 2018. Afinal, político precisa de voto e sem recuperação da economia e do emprego, não há recuperação na popularidade da classe política.

Quanto aos potenciais riscos, ainda temos a Lava Jato e as delações da Odebrecht rondando Brasília, mas, por enquanto, com impactos controlados ao Palácio do Planalto.





O núcleo do governo continua a sofrer algumas alterações, com o pedido de licença de Eliseu Padilha para uma cirurgia (e há uma chance razoável de não voltar) e a demissão de José Serra, também por motivos de saúde, dando lugar ao Senador Aloysio Nunes como novo chanceler brasileiro.

Apesar dessas mudanças, ainda vemos a figura de Michel Temer sendo blindada de tudo isso. Por enquanto, as delações não parecem ter implicações relevantes sobre ele, e, como presidente em exercício, não pode ser julgado por nada que antecede o seu mandato.

Enquanto isso, o julgamento no TSE preocupa, mas parece seguir um caminho que não trará grandes consequências ao presidente. Seja pela separação da chapa Dilma-Temer e/ou por um arrastamento do julgamento, com a renovação de alguns ministros que, provavelmente (e com razão!), pedirão vistas do processo (3 mandatos vencem em 2017, sendo 2 ainda no primeiro semestre).

No cenário internacional, continuamos com o tema de “reflação” se materializando, com os países desenvolvidos apresentando dados mais fortes de atividade e inflação nesse início de ano.

Começando pelos EUA, temos a continuação da agenda de promessas mais populistas de Trump, porém, com um tom um pouco mais conciliador (especialmente em relação à China). Em seu primeiro discurso ao Congresso, Trump assumiu uma postura bem mais sóbria que anteriormente e falou até em republicanos e democratas podendo trabalhar juntos.

Porém, o presidente continua sua briga para barrar imigrantes, e criou novo decreto que proíbe a entrada de imigrantes de 6 países de maioria muçulmana por 90 dias (o Iraque saiu da lista).

Vale destacar, também, que a parte de reformas mais estruturais, como alterações tributárias, discussões de tarifas internacionais e desregulamentação, devem passar necessariamente pelo Congresso. Além da questão fiscal que também será discutida, com o orçamento e o teto de gastos (*debt ceiling*) colocados em pauta.

Esses são os pontos mais relevantes para a economia americana, mas ainda temos poucas diretrizes concretas de como (e se) serão executados. Com isso, estamos reticentes em relação a quanto do cenário positivo já está precificado pelo mercado nos atuais preços.

Como contraponto, o FED foi bem agressivo em seus últimos discursos e deu como certo um aumento na taxa de juros na próxima reunião de Março, ventilando que poderemos ter, “pelo menos”, mais dois ao longo do ano. Uma subida muito rápida da *Treasury* americana poderia causar um movimento de aversão a risco! Ponto importante a ser monitorado.

Na Europa teremos nesse mês as eleições holandesas, porém, as reais preocupações estão na França e na Alemanha. A candidata de extrema-direita, Marine Le Pen, lidera as pesquisas de primeiro turno nas eleições francesas. No segundo turno ela ainda aparece atrás dos concorrentes, mas sem dúvida é um risco grande, principalmente depois do que vimos nas pesquisas no Brexit e nas eleições americanas. Ela defende a saída da França da União Europeia, a volta do franco, o fechamento de fronteiras, enfim, um discurso bem conhecido nos últimos tempos!

Em terras alemãs, Merkel começa a perder espaço e o candidato de centro-esquerda (Martin Schulz) ultrapassou a atual chanceler nas pesquisas mais recentes. Com as eleições acontecendo em Setembro, ainda é relativamente cedo e não seria disruptivo, mas sinaliza mais um fator de insatisfação na região.

Nosso cenário continua prevendo que haverá volatilidade com esse calendário de eleições europeias, mas não cremos em ruptura, por enquanto.

A evolução do Brexit continua a ser pauta no Reino Unido e segue caminhando na direção esperada com a recente aprovação de uma segunda emenda na Câmara dos Lordes, que visa permitir ao Parlamento a palavra final em acordos atuais e futuros com a União Europeia.

O risco a ser monitorado é a possível votação de um novo referendo na Escócia, sobre a independência do Reino Unido. Ainda não há nada de concreto, mas também vale acompanhar mais de perto essa questão.

Por fim, indo para o continente asiático, o BoJ (Bank of Japan) manteve o programa de estímulos inalterados no Japão, com a busca de uma inflação acima de 2% e a taxa de juros de longo prazo próxima de 0%. Enquanto isso, a China cortou sua meta de crescimento (para 6,5%) e colocou como prioridade reduzir os riscos dos mercados imobiliários e de crédito (possíveis bolhas). Lembrando que teremos o 19º Congresso do Partido Comunista em Outubro e não imaginamos que nada de relevante (negativamente) surja até lá.

Quadro Resumo

Novamente tivemos um mês de bons resultados para os mercados de risco em geral.

Bolsas ao redor do mundo se valorizaram, com as *commodities* também seguindo o mesmo caminho. Estamos um pouco preocupados com a assimetria nesses mercados, especialmente em bolsas internacionais e *commodities*, pois nos parecem já estar num patamar bem precificado, com pouco *upside* e até com certo risco de realizações.

Por outro lado, continuamos positivos com os investimentos alternativos (os chamados *hedge funds*) lá fora, dado que estes buscam alocar seus recursos em diversos mercados onde possam vislumbrar ganhos expressivos através de uma variedade de instrumentos financeiros (ações, títulos, ouro, moedas, derivativos, etc.). Tudo indica um ano de resultados interessantes para essa classe.

No mercado local tivemos mais um mês bem positivo para os juros e bolsa (o terceiro seguido), enquanto o Real se apreciou mais um pouco em relação ao Dólar.

Ainda gostamos dos títulos (públicos e privados) pré-fixados e atrelados à inflação (juros reais), porém, o movimento de fechamento da curva já foi muito forte. Entendemos que ainda existem prêmios nos juros nominais (mais longos) e nos juros reais (com atenção à inflação implícita), porém, são bem menores do que já tivemos até aqui. Por isso, estamos reduzindo um pouco a alocação, a fim de colocar parte deste resultado no bolso.

	NEGATIVO	NEUTRO	POSITIVO
Alocação Global			
Ações			
Crédito (IG/HY)			
Bônus Soberanos			
Commodities			
Alternativos (Hedge Funds)			
Real Estate			
Alocação Brasil			
Ações			
Crédito Privado			
Bônus Soberanos CDI			
Bônus Soberanos Inflação			
Bônus Soberanos Pré			
Alternativos (Hedge Funds)			
Títulos FGC Pós			
Títulos FGC Pré			
Títulos FGC Inflação			
Real Estate			
Alocação Moedas			
USD			
EUR			
JPY			
BRL			

Já na parte de renda variável, apesar de ainda não termos a retomada efetiva da atividade, temos alguns pontos que favorecem a alocação em bolsa local. São eles: fluxo estrangeiro (em torno de R\$ 6 bilhões em 2017), fluxo institucional local (com o fechamento das NTN-Bs), ciclo de queda de juros, empresas com balanços equacionados e possível revisão de lucros. Estes fatores nos levam a crer que já faz sentido um aumento na alocação em renda variável, visando o médio/longo prazo e estamos mexendo nas carteiras em relação a este ponto, aumentando devidamente a exposição dos que tem perfil para tal.

Estratégias em Destaque

Nesse mês vamos voltar a falar da nossa estratégia ativa de alocação em títulos públicos, que busca uma melhor alocação entre os ativos e indexadores de acordo com o nosso cenário e percepção de mercado. Relembrando, os ativos que podem fazer parte da carteira são: LFTs (pós-fixado), LTNs e NTN-Fs (pré-fixados) e NTN-Bs (IPCA + taxa pré-fixada). A ideia é aproveitar as taxas dos títulos soberanos brasileiros, com uma agilidade maior do que simplesmente carregar as posições. O ponto de partida da estratégia (representada pelo fundo TB Itacaré) surgiu após diversos estudos da relação Risco x Retorno entre esses ativos ao longo dos últimos 13 anos, buscando uma alocação que seria a ideal e que se tornaria nosso ponto “neutro” e base de comparação para a estratégia.

A composição desse *benchmark* é a seguinte: 25% IMA-B (índice das NTN-Bs), 25% IRF-M (índice das LTNs e NTN-Fs) e 50% IMA-S (índice das LFTs).

Ao longo de 2016 e início de 2017, com a melhora das perspectivas para o país, o arrefecimento da inflação e quedas nas taxas de juros, vimos um forte fechamento nas taxas tanto de títulos pré-fixados como dos indexados à inflação, o que trouxe ganhos expressivos para o portfólio, que nos últimos 12 meses apresenta uma rentabilidade de 143,52% do CDI.

Trabalhamos dinamicamente desde o início do instrumento, tanto em relação ao ponto neutro, quanto na escolha de vencimentos dos títulos públicos. No âmbito do *benchmark* estivemos bastante sobrealocados nas NTN-Bs, principalmente até o meio de 2016 quando estávamos enxergando um prêmio exagerado. A partir de meados do ano ficamos mais neutros em relação aos percentuais do *benchmark*, mas ainda trabalhando com vencimentos mais longos, aonde os movimentos são ampliados pela *duration* dos ativos. Com a diminuição ainda maior dos prêmios vista nos últimos meses, optamos por ficar *under* em relação ao *benchmark*, nos desfazendo das posições pré-fixadas mais curtas, em que não enxergamos mais um prêmio tão atrativo.

Entendemos que ainda existam ganhos interessantes a serem extraídos dos demais ativos que estamos posicionados (Pré-fixados mais longos e NTN-Bs longas e intermediárias). Entretanto, nossa perspectiva é que sejam menores dos que os vistos no passado recente.

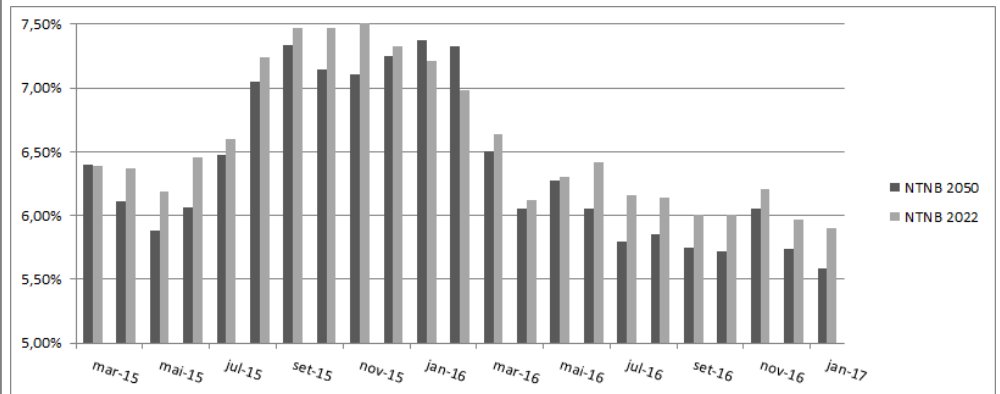
Sempre ressaltando que, mesmo se tratando de títulos públicos, esses ativos podem passar por momentos de volatilidade, e podemos ter retornos inclusive negativos em determinados períodos.

Vale mencionar também, que as estratégias aqui apresentadas são exclusivas para os nossos clientes, e buscam agregar valor às carteiras, através de nossos cenários e posicionamentos.

Nos gráficos da página seguinte, podemos observar a amplitude dos fechamentos de taxa dos ativos pré-fixados e atrelados à inflação ao longo dos últimos 2 anos.



NTN-Bs (IPCA+)



LTN e NTN-F (Pré-fixados)

