

SUMÁRIO

MUNDO

Nublado, sem chuvas.

MERCADO

Crescimento com pouca inflação agora é consenso.

BRASIL

Fundamentos econômicos seguem positivos. No entanto, com a proximidade das eleições, os eventos “atípicos” começam a voltar a pesar.

Alea jacta est

(A sorte está lançada)

*“Na guerra, eventos de importância são consequência de causas triviais.”
(Júlio César)*

Contam que antes de cruzar o rio Rubicão e conquistar Roma depondo o Senado, o grande imperador Júlio César hesitou por alguns instantes... Pesou os prós e contras e consultou seus conselheiros. Segundo os historiadores, de repente um homem apareceu, dominou a trombeta de um dos soldados e atravessou a ponte disparando o chamado a todos! Júlio César teria dito, vamos para onde nos levam os Deuses, soltando sua famosa frase: “*Alea jacta est*”, ou em tradução literal, a sorte foi lançada! Esse evento mudou a história de toda a evolução do mundo ocidental. Não pretendemos com essa epígrafe lançar algo parecido, mas sim sinalizar que as mudanças que estamos vivenciando podem ser um divisor de águas muito mais profundo do que se imagina. Resta saber quão longe vai esta jornada.

O ano de 2018 começou atipicamente acelerado para os brasileiros. Antes do carnaval tivemos a condenação do Lula e uma mudança de direção dos ventos vindos do exterior que derrubaram as principais bolsas globais (o índice S&P500 chegou a cair 8,55% em uma semana).

Apesar desses números não serem tão alarmantes para os já acostumados com a variabilidade da nossa bolsa local, foi a indicação de que a economia americana estava muito aquecida que fez com que as perspectivas para o cenário externo mudassem de forma perceptível!

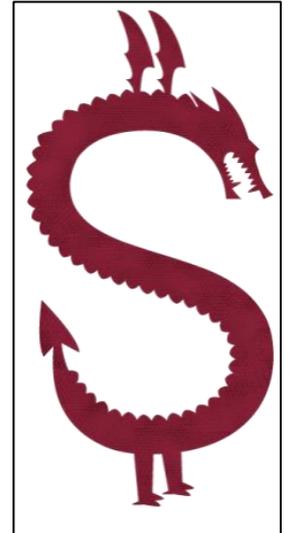
A inflação americana, que estava desde 2008 bem abaixo da média histórica e da meta do FED (Banco Central Americano), surpreendeu e veio acima das expectativas, reacendendo assim o debate sobre um aumento nas taxas de juros, que pode ser mais rápido e intenso do que se supunha até o final do ano passado. Nesse mesmo período tivemos a posse de um novo presidente para a autoridade monetária máxima americana (Jerome Powell no FED) cujo discurso um pouco mais contundente contribuiu para a elevação das expectativas do título americano de 10 anos (chamado de *Treasury*) que saiu de 2,70% para 2,95% no pico (hoje está perto de 2,87%).

Esse cenário em si não parece amedrontador, e de fato não é. O “problema”, sob a perspectiva local, é que as taxas dos títulos americanos são referenciais para basicamente todos os ativos ao redor do mundo. É a chamada taxa livre de risco (*risk free*) que é usada na precificação dos ativos de risco. Em outras palavras, um título tem que remunerar um investidor de uma forma tão mais atrativa quanto o seu risco é maior em relação ao do governo dos Estados Unidos.

Como era de se esperar, imediatamente as taxas dos títulos soberanos (títulos públicos federais) das demais economias desenvolvidas voltaram a subir (principalmente na economia europeia), dando margem para dúvidas de que o cenário externo atual, muito favorável para os ativos de risco ao redor do mundo, estivesse chegando ao fim.

Não é a nossa visão! Resumidamente, um mundo desenvolvido em crescimento robusto e sustentável é o cenário ideal para o desenvolvimento dos países emergentes, que se beneficiam no lado do comércio global, mas também da busca por ativos de risco com melhores perspectivas de retorno do que aquelas oferecidas pelas grandes economias.

No entanto, é claro que para se beneficiarem desse cenário externo os países precisam fazer a sua lição de casa e, ao dizer isso, sempre vem aquele arrepio na espinha, por que sabemos bem que educação não é lá o forte do nosso país! Mas, “noves fora”, analisando bem, o Brasil se encontra em situação bem mais favorável do que nossos pares, países em desenvolvimento. Na visão do investidor estrangeiro, somos um país em recuperação econômica, discutindo reformas importantes, em uma trajetória acentuada de queda da



taxa de juros e com inflação surpreendentemente controlada.

Aliás, ainda é sobre esse último ponto que queremos nos debruçar. Desde o início do ano passado vínhamos alertando que os impactos da queda na SELIC na economia estavam sendo subestimados e, principalmente, que a inflação corrente seria profundamente alterada pela mudança de comportamento das famílias no pós-crise. Não é preciso ser um gênio para concluir isso, mas foi preciso estar atento a dados que estavam fora do radar das principais casas.

E acreditamos que isso está acontecendo novamente! As projeções mais recentes dos melhores analistas (Top-5) da pesquisa FOCUS do Banco Central, colocam a inflação de 2018 em 3,73%, ao passo que as expectativas para 12 meses se situam atualmente em 4,0%. Nossas projeções não poderiam ser mais diferentes. Para 2018, nosso número atual é de uma inflação pelo IPCA de somente 3,2% (beirando o piso da banda novamente). Se utilizarmos nossos modelos para estimar a inflação acumulada nos próximos 12 meses (ou seja, a projeção para o primeiro trimestre de 2019), chegamos a 3,4%. Em ambos os casos, estamos aproximadamente 0,50% abaixo das expectativas de mercado.

E quais informações nos levaram a essa conclusão, nos perguntaria o caro leitor atento? Não temos acesso a todas as aberturas, nem às metodologias que são utilizadas no mercado, mas temos uma boa noção de como a maioria das estimativas é feita. Parece-nos que uma boa parte da diferença vem na estimativa dos preços de alimentos. Ocorre que, na falta de uma hipótese mais clara, é comum que os modelos econométricos utilizados nesse tipo de estimativa sejam alimentados (com o perdão do trocadilho) assumindo a reversão à média, ou seja, que os dados tendem a convergir para a média histórica.

Porém, como foi nosso racional desde o início, em momentos de ruptura, como foi a recessão de 2014 a 2016, essa hipótese deixa de fazer tanto sentido. Há certos momentos em que os desvios em relação à média podem ser mais duradouros, a ponto de alongar o horizonte de convergência e levar a um novo ponto de equilíbrio para os preços (no horizonte considerado). Após a supersafra de 2017 e, de forma relativamente surpreendente, com indicações de um novo desempenho pujante do campo em 2018, estimamos que a inflação de alimentos nesse ano deva surpreender novamente para baixo.

Em segundo lugar, mas de forma alguma menos importante, temos observado sinais mais claros de fraqueza nos preços de serviços, em especial naqueles mais ligados ao ciclo econômico (como, por exemplo, alimentação fora do domicílio e recreação). Por um lado, isso pode sugerir uma mudança no padrão de consumo das famílias, priorizando marcas e serviços mais baratos. Apesar de esperado, esse comportamento indica um fator característico desses períodos, mas não muito animador. A precarização da situação familiar (em especial no emprego) leva a uma precarização do consumo, e conseqüentemente uma informalização ainda maior da nossa economia. É o efeito “feirinha da madrugada do Brás” que não impacta a cadeia formal do ciclo virtuoso da economia.

Em outros termos, isso pode ser um sinal de que a recuperação da economia, em especial no consumo e nos serviços, pode ser menos rápida do que a média do mercado agora incorpora em suas projeções. Os detalhes do PIB ao final de 2017 divulgados recentemente e os chamados indicadores de alta frequência (como as vendas no varejo e as métricas de confiança dos consumidores) parecem reforçar essa interpretação.

Em linhas gerais, enxergamos um PIB levemente abaixo das expectativas médias do mercado, mais ainda muito bom! Acreditamos em um PIB de 2018 próximo de 3,0%, podendo ser levemente abaixo, se mantidas as condições atuais. Isso nos levaria a uma situação ímpar, onde corremos o risco de ficar pela segunda vez seguida abaixo da banda mínima da inflação. E como diz o ditado: “Errar uma vez é humano, duas é...”.

Ou seja, se as nossas estimativas para inflação estão corretas, e temos uma boa convicção acerca delas, devemos ter uma nova revisão para baixo das expectativas de inflação do mercado, o que provavelmente levaria o Banco Central a estender o ciclo de corte de juros além do que é esperado. Acreditamos que o fim do ciclo da SELIC pode chegar a impressionantes 6,25%a.a. de taxa.

Ressaltamos o “provavelmente” na frase acima, pois é muito difícil prever o comportamento dos membros do COPOM (Comitê de Política Monetária) em um período pré-eleitoral, ainda mais se considerando uma possível troca na Fazenda*.

O que temos então é um cenário peculiar. Crescimento um pouco abaixo do esperado pelo mercado, o que leva a uma inflação consideravelmente mais baixa. Nesse cenário, o natural é continuar cortando a SELIC além do patamar atual, o que favorece novamente o crescimento através de juros mais baixos, que é estimulativo. Ou seja, acreditamos que o ciclo de recuperação da economia é mais lento, mas não menos intenso do que se supunha. Novamente, para 2019 acreditamos em uma aceleração da inflação e uma retomada do aumento dos juros. Mas esse é assunto para um próximo capítulo, muita água vai correr até lá.

Quadro Resumo

Após os retornos espetaculares de janeiro, fevereiro foi um mês mais tímido!

No mercado local, destacamos a boa performance do Dólar, dos Multimercados e dos ativos de Renda Fixa (pré-fixados e atrelados à inflação), enquanto a Bolsa entregou retorno levemente acima do CDI.

Já o mercado internacional, impactado pelo temor que já comentamos acima, sofreu bastante.

As bolsas do mundo desenvolvido caíram na média mais de 4%, as *commodities* também não ajudaram e o mercado de Renda Fixa foi impactado também pela abertura das taxas de juros.

Esses movimentos de fevereiro nos levaram a rever nossa alocação em algumas estratégias. No Brasil, a principal alteração foi na Renda Variável e tem um caráter um pouco mais tático.

Com a forte valorização recente e a possível volatilidade que o período eleitoral costumeiramente nos traz, preferimos reduzir um pouco o excesso de alocação. No entanto, trouxemos a indicação para “+1”, pois ainda acreditamos que faz sentido uma exposição acima do ponto neutro, uma vez que estruturalmente vemos um mercado positivo para ações por um período longo de tempo.

Na parcela internacional, achamos prudente a redução da Renda Fixa livre, pois pode sofrer um pouco com as recentes mudanças nos juros globais. Sendo livre, ainda existe possibilidade de geração de retorno nessa classe, mas preferimos deixar um peso maior para *Hedge Funds*, pois eles possuem mandato e expertise para complementar as operações de Renda Fixa com outros mercados e nesse momento a Renda Fixa pura pode ficar mais complexa lá fora.

Estratégia em Destaque

Em caráter excepcional, não publicaremos a estratégia em destaque, que retornará normalmente no próximo mês.

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)			●		

*Caso o ministro da fazenda, Henrique Meirelles, decida concorrer à presidência ele deverá abandonar o cargo até abril deste ano.