

SUMÁRIO

MUNDO

Crescimento forte e inflação sob controle.

MERCADO

Novamente um mês difícil para os ativos de risco locais.

BRASIL

Política segue complexa, mas os fundamentos econômicos continuam aparecendo.

Preparativos para 2018

“Querido Papai Noel,

Quanto tempo, hein?

Neste Natal quero te fazer um pedido bem diferente do que na última vez (a propósito, obrigado pelo videogame; creio que não te agradei na época).

Esse desejo aparentemente é mais altruísta do que no passado (pelo menos, em parte) porque não é só para mim, e sim para o nosso país.

Sei que o Brasil não é exatamente o que podemos chamar de “bom menino”, mas temos caminhado na direção correta dessa vez, isso é inegável.

Idealmente a minha lista de pedidos seria a seguinte:

- *Aprovação integral das Reformas (especialmente da Previdência);*
- *Vitória de um candidato em 2018 que dê continuidade à estabilidade econômica e busque um estado menor e mais eficiente;*
- *Congresso Nacional renovado, e o fim da política suja;*
- *Fim da corrupção;*
- *Condições dignas de saúde, educação e segurança para toda a população;*
-

Poderia seguir com mais algumas dezenas de questões, mas sei que mesmo esses pontos já estão bem difíceis, até mesmo para você, nosso bom velhinho.

Portanto, vamos tentar ser mais pragmáticos e pedir que nós brasileiros tenhamos um pouco mais de consciência na hora de votar e que sigamos na direção correta.

PS: Aproveitando, se puder nos ajudar na Copa do Mundo da Rússia, ficaremos muito agradecidos.

Feliz Natal e vamos falar mais um pouquinho sobre 2018 a seguir.”

Ass.: (Um brasileiro que não desiste nunca)

“No Brasil até o passado é incerto”. A frase atribuída a Pedro Malan nunca foi tão verdadeira, mas o que é raro de acontecer aqui, é que o passado pode mudar também para melhor.

No início de dezembro, o IBGE divulgou os resultados do PIB referentes ao terceiro trimestre de 2017. Como sempre acontece nos terceiros trimestres, a divulgação foi acompanhada de revisões nas séries históricas – incorporam-se os novos pesos das Contas Nacionais Anuais do biênio anterior, atualizam-se as séries de dados (como, por exemplo, os levantamentos agrícola e industrial) e, se necessário, são feitas mudanças mais profundas na metodologia.

Nessa nova rodada de revisões, descobrimos que a recessão dos últimos anos foi um pouco menos intensa: as contrações do PIB de 2015 e 2016 foram ambas revisadas para -3,5% (antes: -3,8% e -3,6%, respectivamente). As mudanças, no entanto, não foram suficientes para tirar o posto de “A recessão mais profunda da história do Brasil” (pelo menos desde o Encilhamento do fim do século XIX).

Os dados trimestrais de 2017 também foram revistos. Em termos de composição, vimos melhora em todas as componentes da oferta (expansão ainda maior da agricultura e queda



menor de indústria e serviços) e, no lado da demanda, mais gastos do governo e ajustes em consumo e investimento.

Em resumo, os dados ratificam o cenário que temos vislumbrado de uma retomada da economia um pouco mais forte e disseminada do que a expectativa do mercado, baseada na retomada do consumo derivada dos estímulos da economia com a queda da taxa de juros.

Nos últimos meses vínhamos batendo na tecla que a queda da taxa de juros estava melhorando de forma significativa o comprometimento da renda das famílias com as dívidas de curto prazo (cartão de crédito, cheque especial) e que essa nova renda disponível levaria a um aumento do consumo de itens como vestuário, eletrodomésticos, etc. De fato os resultados revisados do PIB industrial mostram que estávamos na direção correta. A boa notícia é que, tudo mais constante, não chegamos nem na metade do ciclo de desalavancagem das famílias e, portanto, o aumento do consumo deve continuar a melhorar e puxar os outros setores.

Nossas projeções parecem ser levemente mais elevadas do que o consenso de mercado (principalmente em 2017) e as últimas projeções oficiais, fazendo o adendo de que ambas ainda não tiveram tempo de incorporar, em sua plenitude, o “passado reescrito”.

Onde estão as assimetrias? Revisitando nossa última Carta Mensal, tínhamos apontado tanto fatores negativos como positivos. No primeiro caso, a incerteza do ciclo eleitoral, o início do processo de normalização dos juros globais (lento e gradual, diga-se) e riscos altistas na inflação de administrados, destacando energia elétrica, poderiam implicar em maiores pressões cambiais, diminuição da renda disponível e necessidade de elevação mais rápida (ou maior) das taxas de juros, abortando a incipiente recuperação. Já no segundo caso, os efeitos inerciais de uma inflação baixa e um eventual repasse mais intenso da queda da SELIC aos juros finais reforçariam a recuperação de consumo e serviços, os principais vetores desse ciclo de crescimento.

A esses fatores, que de maneira geral permanecem os mesmos, podemos adicionar duas novas questões, ambas do lado positivo: a diminuição da bandeira tarifária da energia elétrica ao final de 2017 (bandeira vermelha 1, que torna a inflação corrente potencialmente mais baixa) e o perfil qualitativo do crescimento, com os investimentos voltando antes do esperado (e podendo aumentar as previsões de PIB para o ano que vem).

Perspectivas de mais crescimento implicam em inflação maior? Na atual conjuntura, provavelmente não. Com a revisão da bandeira tarifária, nossa nova projeção para o IPCA de 2017 situa-se em 3,0% (com chance de ser abaixo disso). Para 2018, ainda que o crescimento seja mais elevado, existe espaço suficiente para aceleração não inflacionária, de forma que a inflação projetada continua confortavelmente em torno de 4,0%.

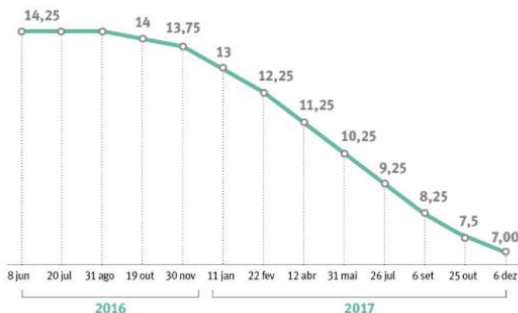
Não podemos também deixar de mencionar as mudanças estruturais dos componentes da inflação, principalmente aquelas vindas das reformas trabalhistas que impactaram nos acordos salariais (dissídio) e conseqüentemente menor aumento real de alguns serviços mais sensíveis à massa salarial, como educação, que ainda não foram incorporados aos números.

A discussão relevante, portanto, vem dos potenciais choques de 2018 e de suas implicações para o cenário de 2019 em diante. Temos o novo mínimo histórico para a SELIC atingido nessa semana (a taxa foi reduzida para 7,0%a.a.) e que pode eventualmente ser ainda menor no primeiro trimestre de 2018.

A manutenção das taxas de juros nesses níveis é improvável, posto que o próprio Banco Central os define como “abaixo do neutro”. O tamanho e velocidade da reversão dependem, no entanto, da “evolução das incertezas”.

Nesse ponto, vale repetir que não podemos negligenciar as assimetrias em torno do cenário central, e as dificuldades de se fazer projeções em um período em que a economia parece estar se reinventando depois de uma recessão tão profunda, uma nova ordem mundial, e mudanças comportamentais que não podemos antever: os riscos são para os dois lados. Mas após a revisão do PIB temos mais confiança em realizações positivas do

EVOLUÇÃO DA TAXA SELIC



Fonte: Jornal do Comércio

que tínhamos.

Na parte política, a reforma da previdência voltou com força aos holofotes. Apesar de complicada e com o calendário apertado, temos que dar o benefício da dúvida a esse governo, que foi bem-sucedido em praticamente todas as negociações relevantes com o Congresso. Os próximos dias serão cruciais, mas o empenho e coordenação do Planalto (em conjunto com Rodrigo Maia) deve ser reconhecido. Estamos acompanhando atentamente.

Fora das terras tupiniquins, seguimos vendo um crescimento robusto nos EUA, com a inflação ainda controlada, enquanto Trump conseguiu aprovar no Congresso seu primeiro projeto de maior relevância (tributário) e um FED sob nova direção (mas sem grandes mudanças de rota).

Na Europa temos alguns ruídos políticos na Alemanha (dificuldade de Merkel em formar maioria), mas os dados seguem bem favoráveis. Por fim, na Ásia, não vemos grandes mudanças vindas da China (desaceleração natural do crescimento) e no Japão temos uma caminhada ainda tímida na direção de retirada dos estímulos.

Quadro Resumo

Novamente tivemos um mês mais volátil e com resultados ruins para os ativos de risco locais com as especulações sobre a política e a reforma da previdência. A bolsa, o mercado de juros (títulos pré-fixados e atrelados à inflação) e até mesmo o Dólar sofreram em novembro. Curioso observar que esse cenário vai contra o que foi observado na economia, com a melhora de todos os indicadores de confiança!

Bolsa europeia também performou mal, enquanto as bolsas japonesas e americanas se valorizaram. Vale aqui o destaque também para o mercado de *commodities*, que apresentou uma forte alta do petróleo (quase 7%).

A principal mudança de alocação que fizemos foi em relação a Crédito, mais especificamente em papéis mais estruturados que buscam um retorno mais interessante, diante de um CDI claramente mais baixo e pouco atrativo. Ao longo do próximo ano acreditamos que o mercado de títulos privados deve melhorar de forma mais disseminada, com um maior volume de ofertas e o aumento dos prêmios pagos, mas por enquanto, focamos nos ativos que, por sua característica, requerem uma diligência maior e uma avaliação não só do crédito, mas também das suas estruturas e garantias, que são igualmente importantes.

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)			●		

Estratégias para 2018

Este mês vamos falar sobre as classes de ativos que acreditamos serem as mais relevantes para 2018. Vale notar que não estamos ressaltando as classes que esperamos maior rentabilidade apenas, mas sim os ativos que farão mais diferença em termos de risco/retorno na composição das carteiras. Nesse sentido escolhemos cinco classes para nos aprofundarmos:

Ações/Bolsa: Acreditamos que essa classe ainda tem bastante espaço para crescimento devido principalmente a: (i) aumento da alavancagem operacional, que leva a crescimento mais que proporcional dos resultados das empresas em momento de volta da economia; (ii) expectativa de taxas de juros estruturalmente menores, o que torna a Renda Fixa menos atrativa, incentiva o maior investimento no setor produtivo e diminui as despesas financeiras das empresas com dívidas; (iii) melhora da economia e (iv) aumento de fluxo tanto de investidores institucionais quanto de estrangeiros, que estão cada vez mais propensos a direcionar recursos para economias emergentes.

Proteção/Hedge: Por mais que estejamos animados com a volta da economia e tenhamos aumentado gradativamente o risco das carteiras, vemos a proteção sendo uma “classe” de suma importância, principalmente em um ano de eleições, que pode gerar bastante volatilidade no mercado brasileiro. Vale ressaltar que encaramos essa proteção da mesma maneira que um seguro, paga-se por isso, mas esperando que não precise ser utilizado. Proteções podem ser feitas de diversas maneiras, através de derivativos como opções de venda (*put*) de Ibovespa, opções de compra (*call*) de Dólar (historicamente negativamente correlacionado com bolsa), inflação implícita, entre outros instrumentos. O importante aqui é que sempre será uma posição complementar que contrabalanceie os maiores fatores de exposição a risco das carteiras.

Multimercados: Também devido à taxa de juros mais baixa, a procura por mais risco se torna necessária. Vemos duas grandes atratividades dessa classe: (i) gestão ativa e agilidade na troca de ativos dentro dos fundos, que permite que os gestores se aproveitem da maior volatilidade que esperamos para o mercado local no ano que vem e (ii) maior *expertise* e exposição a diversas classes de ativos internacionais.

Investimento no exterior: Complementando os multimercados, também enxergamos valor em investimento de fundos no exterior, através de gestores internacionais específicos para cada classe de ativo, aproveitando o *expertise* de cada um. Vale lembrar que, com a evolução desse mercado, hoje isso pode ser feito também através de veículos locais.

FIs: Entendemos que os fundos imobiliários negociados no mercado secundário já andaram bastante no último ano, com o fechamento de taxa de juros, entretanto ainda vemos oportunidades específicas, principalmente em fundos novos de “tijolo”, que começam baseados nos preços do mercado imobiliário real, assim como em alguns fundos de ativos específicos (títulos no mercado imobiliário).

Por fim, sabemos que com eleições e tudo que está se desenhando, teremos um ano mais volátil. Com isso, uma parcela de liquidez nas carteiras também será importante, para suportarmos movimentos mais agudos e termos espaço para buscar boas oportunidades em momentos de forte estresse!