

SUMÁRIO

MUNDO

Economia global segue sustentando a animação dos mercados.

MERCADO

Destaques para renda variável.

BRASIL

Recuperação na economia superando a indefinição política.

Ninguém é uma ilha

"Nenhum homem é uma ilha."

(**John Donne**)

Iniciamos o texto com a citação desse importante poeta inglês e fazemos uma reflexão adicional: ninguém é uma ilha, seja um homem, seja um país. E o Brasil não é diferente, portanto há, sim, razões para termos um otimismo realista.

Taxa de câmbio bem-comportada, juros mantendo a tendência de queda e bolsa acelerando. Quem acompanhou o comportamento dos mercados no último mês tem boas razões para achar que a situação

não é tão ruim como sugerem os pessimistas de plantão. Motivos não faltam para se lamentar. Tome-se, por exemplo, a tão falada urgência da Reforma da Previdência. Quase ninguém aposta nessa agenda ainda no governo Temer, ou pelo menos não no tamanho necessário para lidar com nossos problemas estruturais. Assim sendo, a questão fiscal continua sendo “o bode na sala”, que nos incomoda não só lá na frente como cada vez mais já no curto prazo. E a necessidade de recorrer a eventos não recorrentes (novas concessões e licitações, programa de privatizações, devoluções dos aportes do Tesouro pelo BNDES) para disciplinar as contas públicas é cada vez maior.



Mas... algum desses fatos afetou o desempenho recente dos mercados? A primeira leitura diria que não. Como sempre, no entanto, é necessário olhar as questões com maior profundidade – o que é ainda mais verdadeiro em um país cheio de “peculiaridades” como o Brasil.

Em primeiro lugar, não podemos analisar o comportamento do nosso mercado desconsiderando o que tem ocorrido no resto do mundo. Falemos primeiro da taxa de câmbio, para a qual o “evento JBS” é uma ótima referência. De meados de maio (pré-JBS) até o final de junho, a taxa de câmbio saiu de R\$ 3,10 para R\$ 3,30, movimento esse que pode ser atribuído basicamente ao stress político local.

Do final de junho até agora, a taxa de câmbio basicamente voltou ao patamar que estava. Com a reorganização das forças políticas, derrota da primeira denúncia contra o presidente e avanços da gestão econômica (por exemplo, as vitórias na reforma trabalhista e aprovação da TLP), a melhora da nossa moeda também teria ocorrido devido a fatores internos. Certo? Não exatamente.

Tivemos sim avanços domésticos (dos quais falaremos adiante), mas esse período foi marcado por uma forte “maré alta” internacional: juros internacionais mais baixos, dólar mais fraco no mundo todo, aceleração não inflacionária do crescimento global e alguma recuperação nos preços de *commodities* que levaram a uma forte queda do risco de países emergentes e à manutenção de abundante liquidez. Nesse cenário temos para o Brasil risco-país em queda, fluxos positivos de capital e Real mais apreciado.

Mesma importância do “fator mundo” pode ser percebida no comportamento recente do Índice Bovespa, mesmo que, nesse caso, seja defensável que nuances domésticas tenham tido peso maior. Nesse sentido, a história de que a valorização recente das ações seria derivada da antecipação de um cenário de aceleração do crescimento, inflação controlada e provável manutenção do juro SELIC em um dígito têm sim o seu apelo. No entanto, é importante lembrar que, ao contrário do que sugere a grande mídia, o Ibovespa não está nem perto do máximo histórico (início de 2008). Com ajustes simples (por exemplo, o índice medido em dólares ou ajustando pela inflação), vemos não só que estamos longe do

pico como estamos relativamente mais perto do vale (final de 2015 e início de 2016).

Dessa forma, em um mundo de liquidez abundante e parcós retornos, é razoável admitir que grande parte da valorização recente do mercado acionário tem muito da identificação de uma assimetria por parte dos investidores (principalmente os estrangeiros, que têm expandido a sua atuação em nosso mercado acionário) e não tanto de uma aposta em melhora consistente de nossa economia (pelo menos ainda não).

A despeito dessas notas de cautela, é inegável que as perspectivas econômicas, ao menos para o futuro próximo, melhoraram. Nisso reforçamos a mensagem das cartas anteriores – o pior já passou! Só de podermos falar de economia e não política, já há muito que se comemorar!

Na seara internacional, o grande destaque foi a decisão do FED de Setembro, confirmado as expectativas de manutenção das taxas de juros e início da retirada dos estímulos a partir de Outubro. Como amplamente antecipado, o ritmo de normalização será bastante lento, de forma que não há mudança no cenário de abundante liquidez internacional - ao menos no curto prazo.

Em paralelo, novas informações sobre as expectativas futuras do Comitê foram divulgadas nessa reunião. Se por um lado os discursos da presidente Yellen e de membros do Comitê tiveram um tom mais duro (principalmente na possibilidade do mercado de trabalho aquecido se refletir em pressão inflacionária), por outro lado as expectativas (médias) de juros reduziram-se em todos os horizontes (de 2017 para além de 2019). Ainda que com alguns riscos, o cenário geral se manteve: a elevação dos juros será muito gradual e a taxa terminal será historicamente baixa.

No entanto, vale estarmos atentos à substituição de Yellen, que tem seu mandato terminando em fevereiro de 2018. Kevin Warsh hoje é apontado como favorito, ainda que a decisão esteja bem aberta e possa ter grande influência do partido republicano (Jerome Powell, Gary Cohn e até a continuidade de Yellen também são outras possibilidades).

No cenário doméstico, mantivemos o tom recente. Tivemos novas surpresas favoráveis na inflação, evidências de recuperação do consumo e queda no desemprego (mesmo que ainda puxada por empregos informais). Mais ainda, os últimos dados de crédito indicaram recuo adicional das taxas praticadas a mercado, principalmente no crédito livre a pessoas físicas – o consumo das famílias será o principal vetor de recuperação da economia. Do lado negativo, os desafios fiscais continuam (mesmo após surpresas positivas nos leilões e concessões recentes) e há pressão no mercado energético (tarifas em bandeira vermelha em outubro) mesmo com uma atividade que só começa a se recuperar.

O principal evento do mês foi a divulgação do 3º Relatório Trimestral de Inflação de 2017, no qual o Banco Central divulga as suas principais projeções e análises para crescimento, inflação e condução da política monetária. Na atividade, as projeções oficiais para o crescimento do PIB foram revistas para 0,7% (anterior: 0,5%) em 2017, com revisões positivas em agricultura e serviços, e negativas na indústria. Do lado da demanda, espera-se agora um melhor desempenho do consumo, ainda que investimentos e gastos do governo tenham sido revistos para baixo. Mais importante, o Banco Central divulgou as suas primeiras projeções para o crescimento em 2018, que se situam em 2,2%. Na oferta, destaque para indústria e serviços, com contrapartida do lado da demanda em consumo e investimentos.

Na inflação, o Banco Central inovou ao alongar o horizonte projetado para além de 2018, fornecendo agora estimativas da inflação trimestral até o final de 2020. Esse cenário oficial apresentado confirma que a Selic de 7,0% ao fim desse ano é *undershooting* (ou seja, ficaria abaixo do ponto neutro, por um período, para estimular a economia), tendo que ser revertida futuramente para ajustar a projeção de inflação.

Nossas projeções são próximas às oficiais, ainda que seus detalhes sejam um pouco distintos. Tanto para 2017 como para 2018, consideramos que as projeções de inflação do Banco Central são pessimistas – nossos modelos mais recentes sugerem inflação de 3,0% nesse ano (com risco real de valores ainda mais baixos) e levemente abaixo de 4,0% em

2018. Por outro lado, podemos precisar de um pouco mais de juros (e um pouco mais cedo) para levar a inflação à meta de 2019 em diante – nossa Selic teria que ser elevada de 7,0% em 2017 para algo próximo de 8,50% no início de 2019 para atingirmos a meta de inflação.

Por fim, não custa lembrar que todos esses exercícios são recheados de incertezas, natural em projeções para prazos tão longos e, nesse caso, ainda maiores com um ciclo eleitoral no meio do caminho. Com a informação disponível hoje, no entanto, é realista admitir que a Selic de um dígito veio para ficar até onde a vista alcança e que o cenário inflacionário é relativamente benigno até o início do próximo Governo.

Quadro Resumo

Os mercados no mês de setembro continuaram a se apreciar, praticamente todas as classes de ativos de risco performaram bem, com o destaque local ainda sendo Renda Variável (4,9% de valorização) e no mercado internacional destaque para o Petróleo e bolsas europeias.

Seguimos com o posicionamento semelhante ao mês passado. Mesmo nesses níveis continuamos gostando de ações (aumento gradativo da exposição) e vemos essa classe com ótimas perspectivas quando olhamos para o longo prazo.

Os fundos Multimercados, em especial os que possuem estratégia Macro, continuam performando muito bem. No entanto, com a redução de prêmios na curva de juros já estamos vendo um aumento de posição em bolsa também nessas estratégias (geralmente via índice). Por isso, em carteiras moderadas, pode fazer sentido uma redução marginal, para incrementar a posição direta em fundos de ações (ou *long biased*, que são mais protegidos), que possuem equipes dedicadas para buscar uma melhor seleção das empresas.

Lá fora, continuamos com a mesma cabeça, gostamos de bolsa europeia, mercados emergentes e mandatos livres em geral (renda fixa e *hedge funds*).

Estratégia em Destaque

Nesse mês, iremos falar sobre a estratégia de Crédito. As operações dentro dessa categoria nada mais são do que instrumentos de dívidas, ou seja, o investidor empresta dinheiro para a empresa e recebe uma determinada remuneração por isso.

De uma forma resumida, podemos dividir a estratégia de Crédito em *High Grade* e *High Yield*, sendo a primeira referente a operações e empresas de baixo risco e menor retorno, enquanto a segunda se refere a operações de maior risco, que consequentemente possuem níveis de remuneração mais elevados.

Diferentemente de outras classes de ativos, o risco incorrido em ativos de crédito é muito mais difícil de ser medido por critérios quantitativos (volatilidade), pois nem sempre aparece nos preços em um primeiro momento. Pelo fato do mercado de crédito ser menos desenvolvido que o de ações no Brasil, a liquidez é mais baixa e, consequentemente, a

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)			●		

marcação a mercado se torna pouco eficiente em refletir o aumento de risco, caso este ocorra.

Por causa dessa característica, é muito importante conhecer bem as operações e as empresas, além de monitorar sua evolução ao longo do tempo. Um bom gestor de crédito é aquele que consegue identificar boas oportunidades de retorno sem incorrer em riscos excessivos ou de difícil monitoramento. Além disso, é muito importante saber quais as garantias das operações e quais as ferramentas disponíveis para uma eventual recuperação do crédito em caso de inadimplência.

Ao selecionarmos um gestor de crédito, levamos em consideração diversos aspectos como: histórico de gestão e experiência, processo de análise das operações, quantidade de operações que entraram e passaram por eventos de inadimplência, como é feito o monitoramento das operações e como se portam em eventos de recuperação.

Vale mencionar ainda que existem benefícios tributários que a Pessoa Física ainda consegue usufruir quando compra alguns desses ativos diretamente. Instrumentos como as Debêntures Incentivadas, CRIs, CRAs, LCIs e LCAs beneficiam tanto os investidores quanto as empresas, pois esse benefício tributário permite que o investidor tenha uma rentabilidade maior ao mesmo tempo que a empresa consegue realizar emissões a taxas mais baixas com uma atratividade até maior.

Para trabalhar principalmente com esses ativos isentos, que não tem apelo via fundos de investimento, também desenvolvemos um processo de análise de crédito interno, através de um modelo de *rating* proprietário, dando nota para cada operação no nível da empresa e da estrutura. Em relação à nota da empresa, os critérios levados em consideração são os seguintes: histórico, setor e posicionamento dentro do setor, transparência, comparação de múltiplos e indicadores com pares de mercado e fluxo de caixa livre gerado pela empresa em um cenário considerado base e um cenário de *stress*. Já no nível da estrutura, olhamos principalmente prazo, tipo de colocação, fluxo, garantias e liquidez no mercado secundário.

Em um ambiente de juros mais baixos, as operações de Crédito poderão servir como uma boa fonte de diversificação e de retornos mais atrativos, desde que seja feita a análise e o monitoramento com a devida diligência.