

SUMÁRIO

MUNDO

Segue benigno, crescimento com baixa inflação.

MERCADO

Risk ON!

BRASIL

Por enquanto Temer fica e segue em busca das reformas.

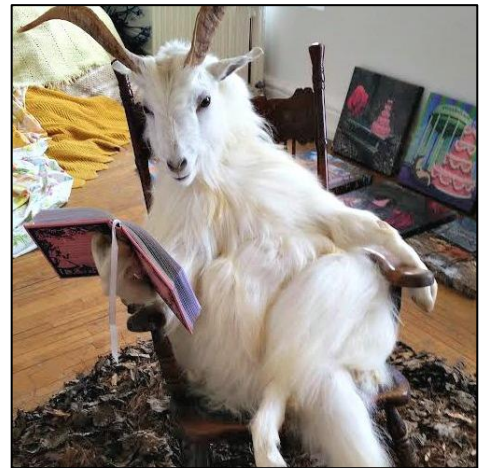
Vivendo com bodes na sala

“A maioria das pessoas gasta mais tempo e energia tentando contornar os problemas, em vez de tentar resolvê-los.”

(Henry Ford, tradução nossa)

Todos já ouviram a história do bode na sala. Alguns dizem que sua origem vem de uma parábola chinesa, outros garantem que foi uma alegoria trazida pelos imigrantes árabes quando chegaram ao Brasil. Independente da origem, a moral é a mesma: qualquer problema fica menor se arrumarmos outro ainda maior. Com o tempo, o bode se torna tão insuportável que inspira um movimento para retirá-lo da sala. Os problemas anteriores podem até continuar lá, mas são minimizados. O bode nos tira da inércia.

Temos tentado subverter essa metáfora no Brasil. Ao invés de trabalharmos para retirar o bode da sala, a sensação é que ele sempre vira um membro da família. É o princípio do homem cordial de Sérgio Buarque de Holanda: nos adaptamos aos problemas ao invés de resolvê-los. A questão é que a sala é mais confortável do que a relva e cada vez mais bodes percebem isso. Ao invés de insurgência e ação, só confirmamos a predisposição natural de nosso povo: damos uma apertada, resmungamos um pouco e sobrevivemos na base do jeitinho. Até não poder mais.



O bode na sala do país, que tem ocupado muito espaço, é a política. O mês de Julho foi marcado por intensas manobras nos bastidores, tanto na ala governista como na oposição, para organizar as trincheiras antes da batalha: a votação da denúncia contra o presidente Michel Temer no plenário da Câmara. Todo o resto ficou em segundo plano. Contando com a máquina pública (leia-se emendas, cargos e pressão explícita sobre os aliados), a ala governista obteve sucesso: conseguiu manobrar para viabilizar a aprovação de parecer favorável ao governo na CCJ (indo contra o documento original que pedia a cassação do mandato do presidente, que foi relatado por um membro de seu próprio partido) e, conseguiu barrar a denúncia no Plenário.

Temer fica. O custo para mantê-lo, que não foi baixo, terá valido a pena? Conseguiremos ver uma retomada da agenda de reformas estruturais, tão necessária para a saúde de nossa economia e que perdeu tanta prioridade recentemente? A resposta mais honesta é: “esperamos que sim, ao menos em parte”.

Por um lado, é cedo para dizer que a guerra acabou. Possivelmente o procurador Rodrigo Janot ainda oferecerá nova denúncia contra o presidente antes de sua saída em setembro, e o fluxo de notícias voltou a ficar negativo com a divulgação de novos fatos que envolvem o presidente e seu grupo político. Grupos organizados do funcionalismo público têm se colocado em confronto aberto, judicializando o debate (como no caso dos recentes aumentos de tributos) e atrapalhando ainda mais a já combatida governabilidade. Essa será a tônica desse governo até o final de 2018: a cada semana, a possibilidade de uma reviravolta.

Por outro lado, é importante reconhecer que Temer, político experiente que é, entendeu que a sensibilidade do Congresso ao noticiário é muito baixa sem “um grito das ruas”. Como nossa sociedade é cordial e se adapta a quase tudo, continuamos em frente. Nesse sentido, há uma chance razoável de reorganizar as bases para votar uma agenda mínima de reformas.

No entanto, o tempo não está do nosso lado. Uma agenda mínima não será suficiente para resolver nossas questões estruturais e, possivelmente, nem para postergá-las para um

futuro mais distante. Esse é, na verdade, o grande bode na sala, que nos acompanha há algum tempo e que ocupa cada vez mais espaço em nossas vidas – o crescente desequilíbrio entre a demanda do Estado por recursos e a sua capacidade de oferecer contrapartidas para a sociedade.

Mais recentemente, essa dinâmica adquiriu contornos dramáticos. No nível federal, a Emenda Constitucional que determinou um teto para o crescimento dos gastos públicos explicitou que o bode existe, é grande e exponencialmente espaçoso. No nível subnacional, certos Estados (como Rio de Janeiro e Rio Grande do Sul) estão em situação falimentar, faltando de tudo (desde salário até gasolina para viaturas policiais e ambulâncias).

Aqueles que cavam os números fiscais ficam a cada dia mais assustados. Do lado das despesas, rubricas com crescimento explosivo (em absoluto destaque a Previdência) comprimem as outras execuções orçamentárias. Do lado das receitas, a arrecadação recorrente tem recuperação mais lenta do que o previsto e o governo fica refém de eventos não-recorrentes, de probabilidade e retorno cada vez menores. Como resultado, o déficit primário é crescente e estamos cada vez mais próximos de um apagão no setor público brasileiro.

A falta de opções do governo ficou explícita durante Julho. Do lado das despesas, a saída foi contingenciar ainda mais os gastos (já afetando serviços públicos básicos), lançar mão de expedientes para diminuir suas despesas com pessoal no médio prazo e remanejar dispêndios até o fim do ano (às custas, como sempre, dos investimentos). Do lado das receitas, foi necessário aumentar impostos, no caso (por enquanto) o PIS/COFINS sobre combustíveis. Tudo isso para tentar cumprir a meta de (déficit) primário em 2017, o que parece ser cada vez mais difícil. Não por acaso, o debate sobre a flexibilização da meta primária em 2017 e em 2018 tem avançado.

A realidade bateu. A situação é tão grave que não parece haver saída: por isso reafirmamos que a probabilidade de um “cavalo de pau” na política econômica no médio prazo é bastante baixa, e que não fazer reformas estruturais é temerário. O perigo é nossa capacidade de conviver com os bodes na sala (discussões para flexibilizar o teto dos gastos já começaram a aparecer). De toda forma, continuamos com a opinião de que o debate relevante não é de direção, mas sim de velocidade e intensidade – o problema já ficou grande demais para fingirmos que ele não existe.

Para além da situação fiscal, o último mês foi marcado por importantes novidades econômicas no Brasil e no exterior. Na seara internacional, podemos dizer que ocorreu uma reversão da sinalização de aperto coordenado das condições monetárias globais, delineado durante Junho pelos principais bancos centrais desenvolvidos, no que a evolução da comunicação do Federal Reserve (FED) teve papel central.

Em linhas gerais, o cenário mostra recuos da inflação aparentemente mais intensos do que as melhoras na atividade. O mercado de trabalho americano continua forte, mas a recuperação do crescimento tem sido bastante gradual. Enquanto isso, a inflação em 12 meses tem recuado - sob qualquer métrica, e parece que vai se afastando da meta de 2,0%.

Com esta evolução dos dados, não é surpresa que o FED tenha oscilado mais para o campo *dovish* (pró-flexibilização) do que para o *hawkish* (pró-aperto). Nesse sentido, Yellen (a presidente do FED) trouxe duas novas informações em discurso recente. Em primeiro lugar, a atual taxa de juros de equilíbrio da economia americana deve ser mais baixa do que a média observada nas últimas décadas. Em segundo lugar, a elevação dos juros necessária para atingir o mandato duplo do FED será bastante gradual nos próximos anos.

O sinal *dovish* foi bastante claro: atrasa-se ainda mais o já lento processo de elevação dos juros americanos e a taxa terminal será mais baixa estruturalmente. O cenário benigno para as economias emergentes (dólar fraco e liquidez abundante) ganhou nova sobrevida!

No cenário doméstico, o momento de euforia com o PIB do primeiro trimestre já ficou para trás. Os indicadores mais recentes continuam mostrando uma melhora da economia, porém lenta, desigual e volátil. O 2º trimestre mostrou um comportamento mais positivo da indústria, mas ainda há desafios no consumo, nos serviços e nos investimentos. O cenário

mais provável é de pequena contração do PIB trimestral depois do bom resultado do início do ano, e crescimento em 2017 abaixo de 0,5%.

Os maiores motivos para comemoração continuam vindo do campo inflacionário. Com a atividade fraca e contando com a ajuda recente da taxa de câmbio (que após o enfraquecimento global do dólar voltou a operar na faixa de R\$ 3,15), vemos inflação comportada e sistematicamente mais baixa do que o esperado. A mudança nas metas de inflação para 2019 (4,25%) e 2020 (4,0%) foi bem recebida pelos agentes e ancora as expectativas futuras, reforçando a retomada da credibilidade. Mais ainda, o impacto inflacionário derivado deste aumento de PIS/COFINS sobre os combustíveis pode ser tranquilamente absorvido, mantendo a inflação abaixo da meta tanto em 2017 como em 2018.

Com esse binômio de inflação e crescimento, não é surpresa que o Banco Central tenha cortado a taxa Selic em 100 bps em sua reunião de Julho, levando-a para 9,25%a.a. Surpreendente, no entanto, foi a mudança no tom da comunicação pós-reunião, notoriamente otimista, tanto na descrição dos determinantes da decisão como nas perspectivas futuras. Mais ainda, as projeções condicionais foram revistas para baixo tanto em 2017 (3,6%) como em 2018 (4,3%), mesmo com a taxa Selic terminal de 8,00%a.a.

Esse novo conjunto de informações parece taxativo: para o Banco Central, uma Selic de 8,00%a.a. é o novo teto da taxa terminal. Mirando explicitamente a inflação de 2018, parece-nos claro que a autoridade monetária vê espaço para mais cortes nas taxas de juros, o que nos leva a um cenário base para a Selic de 7,5%a.a. em 2017.

No entanto, quando olhamos para 2019 e 2020 entendemos que as condições não estão postas para a manutenção da taxa Selic neste nível – o desafiador cenário fiscal fatalmente levará ao aumento de mais impostos e a efeitos em cascata sobre o resto da economia, o que pode impossibilitar o atingimento das metas de inflação com este nível de juros. Logo, é um cenário possível que, em algum momento de 2018, haja discussões para voltarmos a subir os juros.

Significa dizer que o Banco Central não pode cortar a taxa abaixo desses 7,5% como os agentes mais agressivos do mercado esperam? Definitivamente não! *Undershooting* (trazer o juro abaixo do nível considerado ótimo) é uma estratégia válida se existe uma janela de oportunidade e a necessidade de dar suporte a algum outro vetor da economia, por exemplo, o crescimento. No entanto, o próprio nome já diz: a taxa ficaria abaixo de seu ponto neutro. Por isso, é difícil imaginar a manutenção em um nível muito baixo por tempo indeterminado, se o compromisso com as metas de inflação de 2019 e 2020 de fato existir.

Quadro Resumo

O ano de 2017 para os mercados pode ser dividido em 2 eras: AJ (Antes de Joesley) e DJ (Depois de Joesley). Até o dia 17/maio, os ativos de risco vinham performando muito bem e precisavam que a agenda de reformas, tão importantes para o Brasil, seria aprovada em bons termos.

Nos primeiros dias da era DJ, os mercados de juros, Bolsa e o Real sofreram perdas muito fortes. E, com o passar do tempo, foram melhorando. O cenário externo, extremamente benigno para mercados emergentes, ajudou bastante. Além disso, a incerteza política foi ficando um pouco pra trás, por um breve período, o mercado conseguiu ver um plano B funcional em Rodrigo Maia, e com as recentes vitórias de Temer, voltamos aos níveis de preço de AJ em boa parte dos ativos.

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)			●		



O mês de Julho foi muito positivo para os mercados de juros (nominais e reais), para a Bolsa e para a valorização do Real.

Com isso, estamos ajustando nosso posicionamento em algumas classes de ativos. Mais especificamente, achamos que os juros nominais já contemplam boa parte do movimento, ainda que existam prêmios. Gostamos mais das NTN-Bs, que ainda mostram taxas de juros reais interessantes para o longo prazo.

Continuamos mais otimistas com o cenário para a Bolsa (vamos discorrer com mais detalhes abaixo) e estamos reduzindo nosso viés muito otimista para o mercado imobiliário. Ainda vemos bom potencial em operações mais estruturadas, visando o longo prazo, e uma retomada de ativos reais. Porém, a valorização dos ativos mais líquidos já foi bastante expressiva.

Lá fora, seguimos preferindo ações europeias nos níveis de preço atuais, e também gostamos de estratégias com mandatos livres (Renda Fixa e *Hedge Funds*).

Estratégia em Destaque

Diante de nosso cenário mais construtivo com Bolsa local, vamos falar esse mês de nossa estratégia para alocação em Renda Variável.

Nesse ano já vimos uma valorização de mais de 10% do índice Ibovespa, que vinha bem forte até o evento Joesley Batista e entregou quase todo o ganho em apenas um dia. De lá para cá, com a relativa volta da estabilidade política e a melhora das perspectivas em relação à governabilidade e aprovação mínima de reformas, o Ibovespa está quase chegando ao mesmo patamar pré-evento, e continuamos com uma visão construtiva para a classe.

O otimismo com a classe se deve a algumas razões:

- **Aumento da alavancagem operacional:** As empresas terem feito o “dever de casa” no momento de crise atual, enxugando custos e se tornando mais eficientes. Com isso, a expectativa é que, com a volta de crescimento de receitas, temos um efeito de alavancagem operacional, que leva a crescimento mais que proporcional dos resultados das empresas (EBITDA e Lucro Líquido).
- **Queda da taxa de juros:** A queda da taxa de juros torna a Renda Fixa menos atrativa e leva à maior procura por risco nas carteiras, ao mesmo tempo, incentiva o maior investimento na economia real e no setor produtivo. Adicionalmente, os juros menores levam à diminuição das despesas financeiras das empresas com dívidas pós-fixadas.
- **Melhora da economia e previsibilidade:** A diminuição de inflação e melhora do crescimento, atrelados à diminuição da incerteza, principalmente em relação a questões fiscais (no caso das reformas caminharem), também auxiliam na previsibilidade do cenário e de investimentos de maior prazo em ações.
- **Fluxo:** Tanto de investidores institucionais, que com os títulos públicos pagando prêmios baixos precisam se mexer para cumprir as metas atuariais, quanto de estrangeiros que estão cada vez mais propensos a direcionar recursos para economias emergentes.

Para efetuarmos nossa alocação em Bolsa, selecionamos alguns gestores por meio de um processo rigoroso que leva em conta, principalmente, a experiência da equipe aliada à entrega consistente de resultados em diferentes momentos de mercado.

Atualmente, estamos com uma visão positiva para gestores que utilizam a estratégia de valor e *Small Caps* (empresas menores com maior potencial de valorização). Para as carteiras mais conservadoras, acreditamos que estratégias que utilizam estruturas de proteção e que buscam retorno também em movimentos de baixa dos mercados podem agregar bastante valor, aproveitando os momentos de alta da bolsa, porém com um pouco menos de exposição a risco.