

## SUMÁRIO

### MUNDO

Ainda conturbado

### MERCADO

A alta do dólar como grande vilão.

### BRASIL

Incertezas eleitorais dominam os noticiários.

## Tempestade perfeita

*"Sobrevivi porque segui os protocolos. Naquela situação, muitos se levantaram das cadeiras e começaram a gritar, mas eu coloquei as malas entre minhas pernas para formar a posição fetal que se recomenda nos acidentes"*

*(Erwin Tumiri, comissário de voo da Chapecoense)*

Avião lotado e raios do lado de fora. É o cenário de tempestade perfeita, piorado pelo fato de que o piloto Temer parece ter se ausentado da cabine, deixando o comando para a Torre de controle (Ilan, presidente do Banco Central) que analisa os radares (fundamentos) e não enxerga nos indicadores tanto motivo para pânico.



Mas, até mesmo ele, acostumado a passar por diversas turbulências, sabe que não custa muito para os passageiros perderem o controle e a situação degradingar de vez. Com isso, dedica todos os seus esforços para controlar a aeronave com o uso das ferramentas operacionais disponíveis.

Enquanto concluíamos a 1ª versão dessa carta, os mercados ainda reverberavam o mal-estar da greve dos caminhoneiros e a bolsa atingia o menor patamar do ano, em um cenário claro de reação exagerada aos riscos existentes. De concreto, o receio foi puxado pela alta do dólar, que no mês de maio saiu de R\$3,50 para R\$3,72.

Ainda no mês passado, tivemos uma decisão do Copom que foi muito criticada pelo mercado. O BC optou por encerrar o ciclo de cortes da taxa de juros, um pouco antes do que foi sinalizado, mantendo a Selic em 6,50%a.a. Apesar de ter trazido muita volatilidade, a decisão foi pautada pelo cenário externo e o fortalecimento do dólar; e os eventos subsequentes demonstraram que foi um movimento acertado.

Tivemos também a divulgação dos dados do PIB do 1º trimestre de 2018, que indicaram a continuidade do crescimento, ainda que de forma mais lenta.

Mas, apesar da volatilidade do mês de maio, foi no começo desse mês de junho que a alta foi intensificada, fazendo a cotação do dólar quase bater em R\$4,00 no dia 07. No mesmo dia, o Banco Central fez uma declaração dizendo que usará todos os seus esforços e sua valiosa reserva cambial para conter a volatilidade neste mercado, tentando mostrar que a política monetária ainda está nos seus trilhos. Temos mecanismos para agir e, apesar dos pesares, os indicadores econômicos seguem positivos. As expectativas de inflação seguem ancoradas, dentro da banda e abaixo da meta neste ano, e no centro da meta nos próximos anos, apesar da alta recente do dólar.

Fizemos todo esse preâmbulo para dizer que, estamos passando por uma turbulência, mas nossos radares indicam que as condições climáticas não indicam motivo para pânico. E que nesses momentos, enxergamos muito mais oportunidades do que riscos. Mas vamos, justamente, começar analisando o balanço de riscos, para depois falar das oportunidades.

Sem dúvida nenhuma, essa reação de “nervos à flor da pele” é típica e característica do período eleitoral. Não sem motivos! Acabamos de sair da pior crise da história moderna do país e a nossa situação fiscal é bastante grave. Mas, o que não concordamos é que seja “precificada” uma probabilidade alta do cenário mais pessimista para a corrida eleitoral, 4 meses antes das eleições! Nem sabemos quem são os candidatos ainda, o horário eleitoral só vai começar em 16 de agosto e, mais importante do que tudo isso, a “máquina” ainda não começou a girar, dado que o MDB, partido ainda com a maior bancada e com o apoio de boa parte dos municípios, ainda não sabe onde vai amarrar seu burro.

Portanto, vamos fazer uma análise dos números com alguma racionalidade. Pegamos como fonte de informação uma pesquisa realizada no final de maio pela XP Investimentos,



somente com os gestores do mercado. Antes de entrarmos nos resultados em si, vale mencionar que não estamos olhando para o poder preditivo dessa pesquisa ou algo do gênero. Nossa ideia é entender qual a percepção de risco e cenários nos diferentes mercados, no caso de vitória dos principais candidatos.

Segundo a pesquisa, mais de 70% dos agentes acreditam que a bolsa sobe, em relação ao patamar atual, caso o presidenciável Jair Bolsonaro seja o escolhido. E esse é o candidato apontado pelos mesmos gestores como tendo a maior probabilidade de ganhar hoje. Além disso, Marina Silva, Alckmin e mesmo Joaquim Babosa (quando foi aventado), também levam a resultados positivos no mercado acionário. De acordo com a visão dos gestores, somente os partidos mais à esquerda, representados pelos nomes de Ciro Gomes e Fernando Haddad nas pesquisas, levariam a uma queda na bolsa. E somados, esses candidatos ainda somam uma baixa probabilidade de vitória.

Então, qual a lógica, ou melhor, quem ganha, com a precificação dos ativos em um cenário tão pessimista e tão longe das eleições? Não foi só a bolsa que sofreu, o juro longo abriu e até os títulos indexados à inflação, que vinham oscilando como um relógio, foram impactados.

A expectativa embutida nas curvas de juros nesse começo de mês aponta que a Selic deve voltar para os níveis de 13% a 14% nos próximos anos, muito próximo do pior momento da crise de 2015. Com uma grande diferença: a inflação está nas mínimas históricas. E, com tudo o que está ocorrendo, a tendência, infelizmente é que a recuperação da atividade seja muito mais lenta do que esperávamos.

Ah, mas e o dólar? Vocês estão se esquecendo do dólar! Fizemos e refizemos todos os nossos estudos e modelos sobre o dólar. No pior cenário, assumindo que o dólar ultrapasse os R\$5,00, ainda assim a inflação projetada para os próximos 12 meses fica dentro da banda estipulada pelo Bacen. Esse cenário está muito condizente com o que o Banco Central tem declarado repetitivamente: o câmbio e a política monetária (juros e inflação) são coisas distintas, e não faz sentido usar o juro para conter o dólar, ainda mais com tantos outros instrumentos à disposição!

Mas, e o cenário externo então? Vocês não falaram do cenário externo! De fato, aí sim a coisa anda bem tumultuada. A tempestade perfeita que impactou os nossos mercados foi oriunda de um mundo em bastante mudança. De um lado, temos a economia americana bastante aquecida, com o núcleo de inflação andando acima da meta e o desemprego nas mínimas, abaixo do ponto de equilíbrio conhecido como NAIRU\* (taxa de pleno emprego). Porém, o FED (Banco Central Americano) já havia se antecipado e desenhado seu plano de voo para 2018 e 2019, e o está seguindo à risca. A alta da *treasury* segue o comportamento esperado e, a nossa curva de juros já havia absorvido esse impacto faz tempo. A *treasury* de 10 anos, ponta longa da curva que chegou a bater os 3,0%, caminha levemente abaixo desse patamar e não são esperadas surpresas nas próximas reuniões.

A Europa segue seu comportamento devagar e sempre, com alguns percalços. A Itália deu um susto ao se aventar um primeiro ministro “anti-euro”, fazendo com que as curvas de juros disparassem, levantando novamente preocupações com a sua solvência. Na nossa visão, esse cenário só afasta ainda mais a possibilidade de alta de juros por lá. O que menos se fala por aqui, mas mais nos preocupa, é o cenário de guerra comercial e aumento da tensão geopolítica. Ainda que esse cenário seja bastante incerto e desconhecido, a consequência mais provável, que temos falado desde fevereiro, é o aumento do preço de *commodities*.

O primeiro impacto é uma aversão a risco generalizada, no entanto, uma análise mais aprofundada mostra que o Brasil está entre os países menos impactados entre seus pares. Nossa economia é a mais fechada (de forma que as tarifas de exportação nos afetam menos) e somos ainda produtores de *commodities*, não à toa esse foi o setor da bolsa que mais andou até o cenário atual tomar conta. O risco para nós, nessa guerra comercial, fica por conta de uma possível fuga de capital.

Resumindo, portanto, sabemos que estamos passando por uma zona de turbulência e que o voo não vai ser suave até as eleições. Mas nossos radares apontam que existe um pessimismo acentuado no mercado, em boa parte se descolando do que os números

indicam. O melhor a fazer é seguir o nosso plano de voo e procedimentos de segurança, mantendo as posições fundamentalistas e reforçando as posições de proteção que temos indicado (fundos de hedge, alocação em investimentos no exterior com exposição cambial e derivativos). Sair correndo, no meio da tempestade, é o pior a se fazer nesse sentido.

### Quadro Resumo

A exemplo de 2017, novamente tivemos um mês de maio terrível para os ativos de risco locais.

Os ativos de juros prefixados mais longos caíram cerca de 2,6%, as NTN-Bs longas também sofreram, com quedas além de 4,5%.

A Bolsa não ficou pra trás, e com depreciação de quase 11%, entregou praticamente todo o ganho do ano.

As bolsas internacionais (com exceção da americana) também tiveram retornos negativos.

Um dos poucos ativos com retornos mais expressivos foi o dólar, que se fortaleceu contra o mundo todo, e especificamente contra o real, valorizou-se mais de 7%.

Vale mencionar que tivemos a continuação dos movimentos de abertura de juros na primeira semana de junho e, por isso, estamos voltando a aumentar nossas alocações em renda fixa prefixada e indexados à inflação, pois voltamos a ver prêmios bem interessantes.

Sabemos que vamos passar por uma das eleições mais incertas da história da democracia e também temos consciência de que teremos mais volatilidade de curto prazo. No entanto, acreditamos que a redução da velocidade de recuperação da economia é temporária, e continuaremos no ciclo virtuoso de crescimento por mais alguns anos. A expectativa de lucros dos analistas das empresas (“*earnings*”) ainda não foi ajustada para esse ciclo de crescimento, e, ainda que demore um pouco mais, a rota já está dada. Por esse motivo, acreditamos que as posições estruturais em bolsa devem ser mantidas na carteira.

O momento requer, sim, uma dose de cautela adicional. Por isso estamos deixando nosso barco mais leve, aumentando a liquidez nas carteiras de renda variável e fazendo posicionamento de “hedge” (proteção) nas carteiras. Seguimos atentos, mas com o olhar no horizonte, sem perder o rumo e os objetivos de longo prazo de vista.

### Estratégia em Destaque

Nesse mês não falaremos da estratégia em destaque, dado o período de volatilidade. No mês que vem faremos um balanço de todas as classes de ativos no primeiro semestre de 2018.

\*A NAIRU é um acrônimo, em inglês, para *non-accelerating inflation rate of unemployment*, em português, “taxa de desemprego não aceleradora da inflação”, Wikipedia.

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)			●		

  

PROTEÇÃO	SEM	COM
HEDGE		●