

## **Perspectivas Segundo Semestre 2017**

Após um primeiro semestre bastante desafiador para a economia brasileira e relativamente estável para os mercados internacionais, eventos como as eleições na França, expectativas em relação à política econômica do novo presidente dos EUA apelidada de “*Trumpeconomics*”, e a grande instabilidade política enfrentada pelo presidente Michel Temer ganharam destaque nesse período. Porém, o que esperar para o restante do ano?

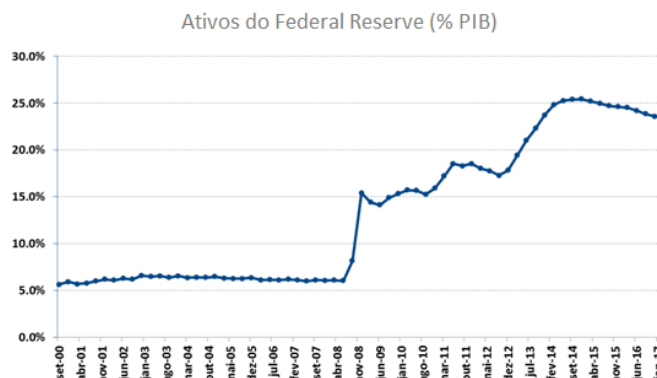
Como costumamos fazer em nossas cartas, vamos trazer uma visão macro sobre os mercados internacionais para posteriormente discorrer sobre o cenário de investimentos doméstico.

### **Mercados Internacionais**

Desde a crise financeira de 2008 que vai completar uma década, temos um movimento coordenado de injeção de liquidez nos mercados pelos principais Bancos Centrais do mundo, tendo o Quantitative Easing – QE como exemplo. O QE nada mais é do que a impressão de novos recursos pelos bancos centrais com o objetivo de estimular economias estagnadas e combater a deflação. Seu uso pode ser feito de diversas formas, como compra de títulos de dívida pública ou privada, ativos de renda fixa, ações, entre outros. Para se ter uma melhor noção da ordem de grandeza dessa iniciativa, os bancos centrais estão imprimindo dinheiro à uma taxa de cerca de US\$ 1,5 trilhão por ano. Porém, esse movimento traz algumas consequências e uma delas é a expansão dos balanços desses bancos centrais. Atualmente, o FED (Banco Central dos EUA), BCE (Banco Central Europeu) e BoJ (Banco Central do Japão) acumularam US\$ 13 trilhões em seus balanços em compras de ativos, porém começam a dar sinais de que esse movimento está se esgotando.

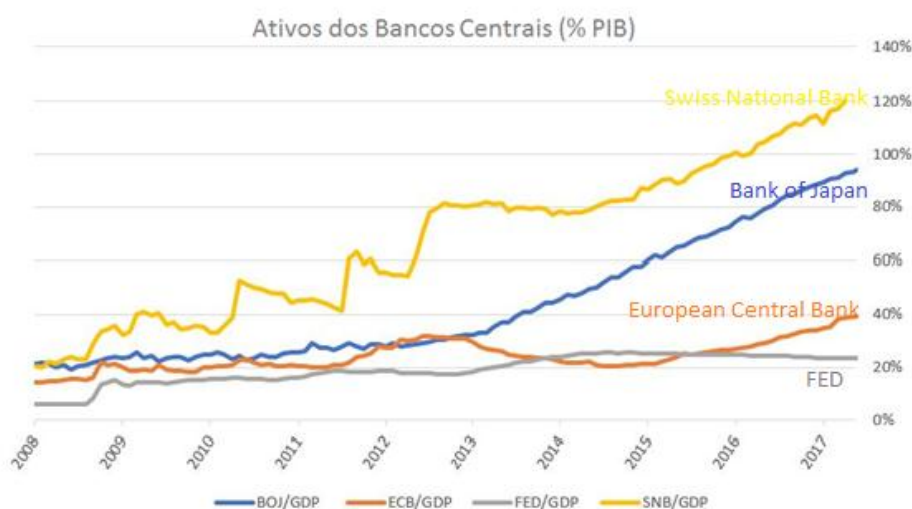
Em seus últimos pronunciamentos a presidente do FED Janet Yellen tem sinalizado que o banco central norte-americano vai começar a reduzir seu balanço “relativamente em breve”, o que traz expectativas de que esse processo se iniciará a partir de setembro de 2017 (atualmente o balanço do FED alcançou cerca de US\$ 4,5 trilhões). De acordo com os comunicados, o FED deve deixar vencer títulos públicos e lastreados em hipotecas que detém em seu ativo ao longo dos próximos anos, começando com uma redução de US\$ 10 bilhões por mês e aumentando trimestralmente para US\$ 50 bilhões. A expectativa é de que o balanço vá dos atuais 25% do PIB para cerca de 10% a 15% do PIB nos próximos anos. Lembrando que esse patamar ainda é superior aos níveis pré-crise de 2008, que era de cerca de US\$ 800 bilhões. Isso é uma tendência que deve ser seguida pelos bancos centrais ao redor do globo nos próximos anos, porém de uma forma lenta e gradual.

O gráfico abaixo ilustra bem essa expansão do balanço do FED nos últimos anos:



Fonte: Bloomberg (elaboração Mauá)

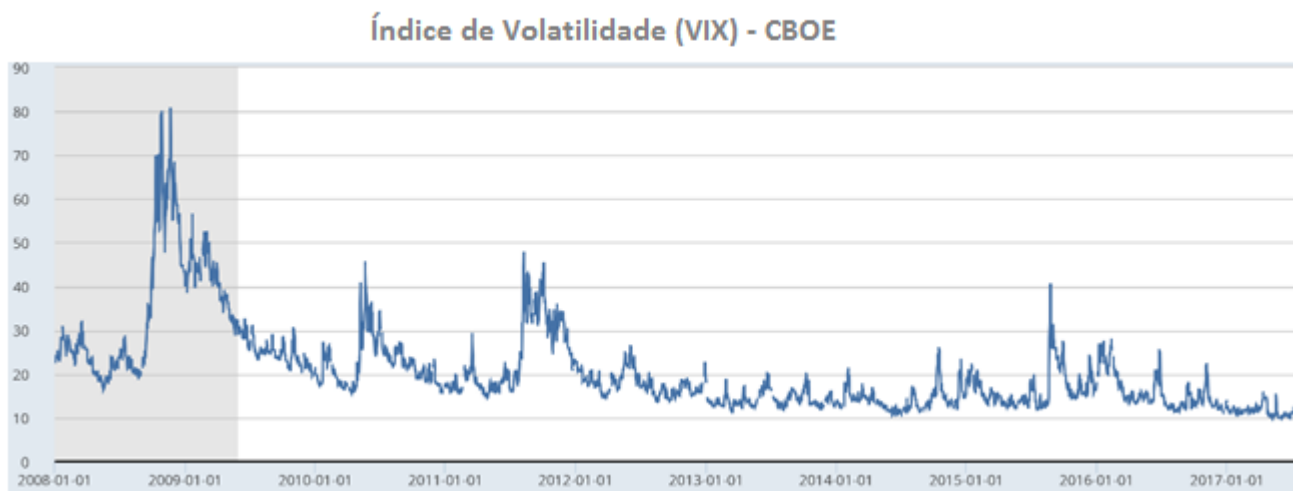
Porém, olhando em outra escala podemos ver que esse movimento de expansão de balanços é global e bastante intenso:



Fonte: Bloomberg

Mas quais seriam as consequências de um movimento de redução de liquidez para os mercados?

Uma boa forma de responder a essa questão seria analisando o gráfico abaixo:

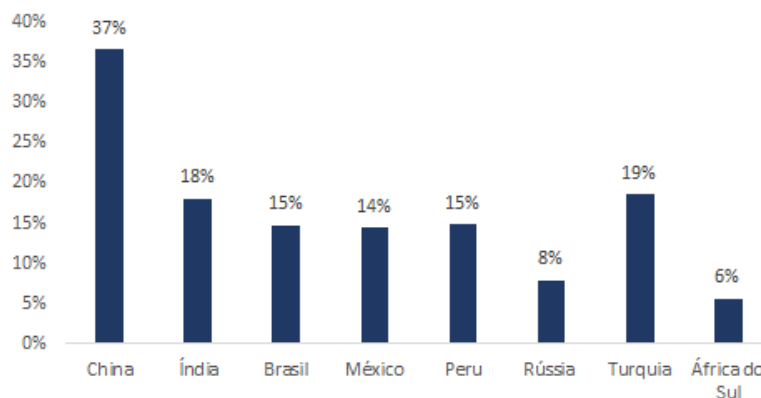


fonte: CBOE

Esse gráfico aponta os dados históricos do índice de Volatilidade (VIX) medido pela CBOE (Chicago Board Options Exchange) desde o início de 2008, mostrando uma suavização desse indicador principalmente nos últimos anos. Como pode-se notar, em eventos de stress como a Crise da Grécia em 2010, na Europa em 2012, Brexit e eleições do Trump em 2016 notamos picos de volatilidade, porém com ajustes muito rápidos logo em seguida. A expansão dos balanços desses bancos centrais tem contribuído para reduzir a volatilidade dos mercados nos últimos anos de uma maneira artificial, mas devemos ter em mente que começa a se desenhar um prazo para isso terminar.

Falando agora sobre economias de países emergentes, com taxas de juros próximas a zero nos países desenvolvidos ou até negativas (como é o caso da Suíça) e com excesso de liquidez nos mercados, tivemos nesses últimos anos um cenário benigno para essa classe de países com um aumento pela procura por ativos de riscos entre os investidores. Apesar de cada país possuir suas especificidades e características, no gráfico abaixo podemos ver que existe uma forte correlação entre eles no que tange valorização de ativos, principalmente nos últimos 12 meses.

## Performance Mercados Emergentes (MSCI)



Fonte: MSCI Index / Últimos 12 meses (data base 31/07/2017)

Essa abundância de recursos disponíveis explica essa correlação entre boa performance e baixa volatilidade desses ativos, mas com esse movimento futuro de redução de liquidez é importante destacar alguns pontos. Até o final de 2018 vencem cerca de US\$ 2 trilhões em bônus e créditos de países emergentes, o que pode trazer dúvida sobre a capacidade para essas renovações. Além disso, gostaríamos de discorrer um pouco mais sobre a China.

### China

Dentro da sua nova matriz econômica encabeçada pelo consumo e serviços domésticos, a economia da China tem crescido menos que em anos anteriores e o país tem enfrentado um envelhecimento da população em velocidade maior que a projetada. Com esses desafios e visando ter um papel de protagonismo na nova ordem econômica mundial, o governo chinês anunciou recentemente um conjunto de investimentos que podem chegar a US\$ 1 trilhão em dez anos, visando promover uma rede de infraestrutura, transações e cooperação econômica na região asiática. O plano consiste em estabelecer uma “Nova Rota da Seda”, recriando as antigas rotas milenares que conectavam o Ocidente e o Oriente. A iniciativa é composta por um corredor terrestre (“Silk road belt”) e uma rota marítima (“Maritime silk road”), buscando ligar a China aos países da Ásia, da Europa e da África. Essa conexão englobaria investimentos em ferrovias, trens de alta velocidade, rodovias, portos, aeroportos, Internet, projetos de telecomunicação, associações empresariais, entre outros. O plano abrange 68 nações, que somam 4,4 bilhões de pessoas e 40% do PIB mundial.

Porém, além de buscar se fortalecer como uma potência mundial, o forte líder chinês Xi Jinping tem outras pretensões. Secretário-geral do Partido Comunista da China (PCC), presidente das comissões que controlam o Exército e as reformas, e declarado em outubro “líder central” da legenda única, Xi já ostenta um poder teoricamente equiparável ao de governantes históricos como Mao Tsé-tung. Na segunda quinzena de outubro ocorrerá o 19º Congresso do Partido Comunista (no meio de seu mandato que inicialmente é de 10 anos), que se trata da grande reunião quinquenal na qual haverá uma crucial substituição nos principais líderes do partido. Dado seu forte poder interno e externo, Xi Jinping deve ser reconduzido para mais cinco anos à frente do partido e, conseqüentemente, do país, e a ambição internacional deve ser um dos motes de seu novo mandato.

Dado esse grande foco em manter-se no poder, acreditamos que até outubro o governo chinês deve fazer tudo o que tiver ao seu alcance para gerar notícias e indicadores positivos e não causar preocupações ou grande volatilidade ao mercado. Porém, após esse período (outubro/2017) alguns aspectos devem ser levados em conta. O “*shadow banking*” no país, que pode ser definido como um sistema financeiro informal e não regulamentado, tem crescido de forma muito agressiva e preocupa. Além disso, outro fator de risco é a grande alavancagem de produtos financeiros distribuídos por *private banks* no país conhecidos como WMPs (*Wealth Management Products*), que

oferecem altas taxas de retorno e tem crescido de forma exponencial atingindo patamares preocupantes. Esses fatores nos trazem certa cautela com o gigante asiático no médio/longo prazo.

## **Cenário Doméstico**

Dado essas perspectivas de médio/longo prazo de início de redução de liquidez nos mercados internacionais e tendo a China como um potencial risco para esse período, vamos aproveitar esse cenário benigno no curto prazo e buscar proteções para um cenário de maiores riscos no médio/longo prazo no que tange os investimentos.

Com um sistema político sob enorme desconfiança, atolado em denúncias de corrupção e com uma economia ainda patinando em busca de uma retomada mais robusta, o Brasil tem conseguido aproveitar-se desse cenário internacional mais positivo e apresentar certa estabilidade em seus ativos financeiros. A aprovação de importantes reformas como o PEC do Teto dos Gastos e a Reforma Trabalhista trouxeram certa confiança, porém a questão fiscal e a dificuldade para a aprovação da importantíssima reforma da previdência são alguns obstáculos que a equipe econômica tem que lidar.

A forte queda nos índices de inflação com sua consequente ancoragem das expectativas, alinhado ao fraco crescimento econômico, abriu a porta para um forte movimento de queda nas taxas de juros do país. No final de julho e pela sétima sessão consecutiva, o COPOM cortou a taxa de juros básica da economia, a Selic, para 9,25% ao ano, menor patamar em quatro anos. E esse movimento deve continuar.

Com uma expectativa de inflação (IPCA) para 3,40% em 2017 (pesquisa FOCUS de 31 de julho) e uma taxa de crescimento de 0,34% no ano (pesquisa FOCUS 31 de julho) abre-se espaço para mais quedas nas taxas de juros no país, podendo atingir patamares abaixo de 8% ainda em 2017.

Mas o que fazer com seus investimentos nesse cenário de queda nos juros?

Com a recente vitória no Congresso barrando a denúncia da Procuradoria-Geral da República contra o presidente Michel Temer, o atual governo ganha certa tranquilidade para trazer novamente à pauta assuntos como a reforma da previdência, o que traria otimismo aos mercados. Porém, como a política no Brasil tem se demonstrado algo totalmente imprevisível e, dado que somos alocadores de capital, sempre utilizamos como premissa para montar uma carteira aspectos como a diversificação, tanto em ativos, como em classes e indexadores distintos, visando buscar as melhores oportunidades e proteções (*hedges*) em diferentes cenários.

Grande parte dos produtos de renda fixa disponíveis atualmente no mercado são pós fixados e tem o CDI como indexador. O CDI usa a taxa Selic como *proxy*, então as quedas nas taxas de juros consequentemente trazem uma menor atratividade para esses títulos. Dito isso, uma coisa é fato: para buscar rentabilidades similares às dos últimos anos (com uma taxa Selic de 14,25% ao ano) os investidores terão que tomar mais risco. E é aqui que mora a grande importância de se escolher bons produtos e boas relações de risco/retorno.

Nesses momentos de queda nos juros uma das características que achamos de suma importância é definirmos a taxa real dos investimentos. A taxa real nada mais é do que a rentabilidade de um produto descontada da inflação. Na prática, se temos uma taxa Selic de 9,25% ao ano e uma inflação de 3,40% temos um ganho real bruto de 5,85% ao ano, taxa essa ainda muito superior às praticadas em outros países no restante do mundo. Porém, em muitos casos a prática é diferente da teoria e o que temos que nos questionar é de quanto é nossa inflação? Escola dos filhos, jantares, viagens, esse aumento de preços é igual ao IPCA ou muito superior? Muito provavelmente a resposta seria o segundo caso, então sempre devemos entender isso para definirmos os objetivos de rentabilidade daquela carteira de investimentos.

## Conclusão

Sendo mais diretos e falando um pouco sobre o que consideramos ser os melhores ativos para esse cenário de curto/médio prazo lotado de incertezas (liquidez internacional, China, dúvidas sobre o presidente dos EUA Donald Trump, queda nos juros no Brasil, alta nos juros nos EUA, política doméstica), seguimos acreditando em fundos multimercados macro como uma boa alternativa, uma vez em que esses produtos conseguem aproveitar esse movimento de queda nos juros no Brasil e ter uma boa exposição aos mercados internacionais, diversificando assim seu risco e sua alocação. Além disso, estamos com uma visão um pouco mais construtiva para ativos de renda variável no Brasil, uma vez em que juros baixos naturalmente trazem uma maior busca por ativos de risco. Porém, dado às incertezas principalmente políticas, gostamos desse tipo de investimento via produtos que oferecem uma maior proteção como fundos de Long & Short, long biased e mais *hedgedos*.

Na ponta de renda fixa produtos isentos de IR seguem sendo uma boa alternativa, assim como algumas emissões específicas de CRAs e CRIs que estão para sair nos próximos meses. Além disso, apesar de grande parte do movimento de queda nos juros já ter sido precificado pelo mercado, ainda vemos boas oportunidades em alguns ativos pré-fixados, assim como indexados à inflação (ativos rentabilizados a uma taxa de IPCA+).

De uma maneira geral enxergamos muita neblina no ambiente, porém com boas oportunidades. Fazer uma boa escolha de produtos, diversificar o risco e as estratégias e sempre ficar de olho no fluxo e no ambiente internacional são fatores que vão fazer toda a diferença no que tange uma boa carteira de investimentos no longo prazo.

Perfil de Alocação - Ago/17					
	Menor Exposição		Neutro	Maior Exposição	
	-2	-1	0	1	2
<b>Renda Fixa Pós Fixado</b>		✖			
<b>Renda Fixa Pré-Fixado</b>				✖	
<b>Renda Fixa Inflação</b>			✖		
<b>Renda Fixa Crédito Privado</b>				✖	
<b>Multimercados Macro</b>				✖	
<b>Multimercados L&amp;S/Equity Hedge</b>				✖	
<b>Multimercados Investimentos no Exterior</b>			✖		
<b>Fundos Imobiliários</b>			✖		
<b>Renda Variável</b>			✖		

São Paulo, 03 de agosto de 2017