

Alocação Estratégica de Ativos

Junho/2017

Alocação Estratégica de Ativos

A crise política retarda, mas não altera a trajetória das reformas

Principais indicadores no mês*

CDI	0,93%
IRF-M	0,30%
IMA-B5	0,08%
IMA-B	-1,19%
Ibovespa	-4,12%
IFMM-A	-0,98%
IFIX	1,03%
SMLL	-1,08%
Dólar (R\$ 3,227)	1,58%
Euro (R\$ 3,6278)	4,79%

Após um período de relativa normalidade, com visibilidade na aprovação das reformas estruturais e início da retomada da economia, a crise política voltou a dominar as atenções no Brasil. O conteúdo das delações da JBS atingiu em cheio o presidente Michel Temer, minando parte de seu capital político e suscitando, novamente, discussões em torno de sucessão presidencial. Apesar da reação inicial bastante negativa (com quedas expressivas na bolsa e altas no dólar e nas taxas de juros), os preços dos ativos brasileiros recuperaram-se parcialmente, refletindo uma percepção de que, ainda com atraso, as reformas serão aprovadas. No cenário internacional, Trump voltou a enfrentar desafios com as questões envolvendo a eleição presidencial. Embora os republicanos tenham controle de ambas as casas do Congresso, um cenário de impeachment deixou de ser completamente negligenciável. Na Europa, o desfecho das eleições francesas trouxe alívio aos mercados, com a vitória do centrista Emmanuel Macron.

A reação do mercado diante da crise política brasileira trouxe de volta os prêmios dos ativos de risco no Brasil, em um cenário de inflação baixa e retomada, ainda que incipiente, do crescimento econômico. Nesse sentido, optamos por aumentar a exposição à renda fixa pré-fixada e inflação.

Brasil

- ✓ A delação da JBS muda o cenário para os ativos brasileiros, lançando novas incertezas sobre a continuidade das reformas e a retomada da economia
- ✓ O Banco Central leva a Selic para 10,25% ao ano, sinalizando que pode reduzir o ritmo de corte, atualmente em 1,00%

EUA

- ✓ As polêmicas envolvendo as eleições voltaram a complicar a vida de Donald Trump
- ✓ FED mantém a taxa básica de juros em sua última reunião. Membros começam a discutir a redução do balanço

Europa

- ✓ Emmanuel Macron ganha as eleições na França e afasta risco de ruptura do euro no curto prazo
- ✓ Dados de atividade econômica continuam bons. A inflação, no entanto, segue baixa e comportada

QUADRO DE ALOCAÇÃO TÁTICA (PÁG. 5)

Classe de Ativo	Benchmark	Mudança	Subalocado			Neutro	Sobrealocado			
			-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	
Risco dos Portfólios			▲				■			
Renda Fixa	Pós	CDI	▼							
	Pré	IRF-M	▲	▲						
	Inflação	IMA-B Mix	▲						■	
Renda Variável	Ibovespa	■		■						
Multimercados	IFMM-A	■						■		
Imobiliário	IFIX	■				■				
Private Equity	SMLL	■				■				

Fonte: Andbank Brasil, Comitê de Investimentos

* Rentabilidades no fechamento do mês. Para mais detalhes dos índices consultar o Glossário (pág. 6).

Alocação Estratégica de Ativos

Já há algum tempo, a política tem dominado as análises para as decisões de investimento no Brasil. Se olharmos para o período pós-eleições de 2014, os intervalos de normalidade institucional e política se tornaram cada vez menores. Neste último mês, outra turbulência envolvendo figuras centrais da República voltou a jogar incertezas sobre o futuro das decisões no país. A delação de executivos da JBS, em inédito acordo prevendo as chamadas "ações controladas" e provas documentais, atingiu em cheio o presidente Michel Temer, com gravações de conversas onde o presidente supostamente concordava com a compra de silêncio do ex-deputado Eduardo Cunha. O teor da conversa e a gravidade das acusações minaram a credibilidade de Temer e abalaram seu apoio no Congresso, hoje seu único capital político.

Inicialmente, num cenário de rompimento da base, as possibilidades para a saída da crise eram: (1) renúncia, (2) cassação da chapa Dilma-Temer pelo TSE (por irregularidades na campanha) ou (3) impeachment. Tendo sobrevivido por cerca de duas semanas do evento, a avaliação é de que os cenários mudaram. Primeiro, a possibilidade de renúncia foi negada por Temer. Segundo, os diversos pedidos de impeachment devem ser arquivados pelo presidente da Câmara, Rodrigo Maia. Terceiro, o discurso forte do presidente e o caráter inconclusivo dos áudios evitou o esfacelamento da base do governo, ao menos por ora. Emerge, portanto, um terceiro cenário possível, em que o presidente sobrevive no cargo, ancorado pela política econômica e por uma base congressista ainda operacional. Adicionalmente, a dificuldade em se articular um nome consensual para substituir o presidente contribui para a manutenção do status quo.

Logo, as maiores probabilidades recaem sobre a

manutenção do governo Temer (com algum capital político para levar adiante as reformas) ou sobre a cassação da chapa pelo TSE (considerado uma "saída honrosa", mas em cujo processo cabe recurso, alongando o tempo de resolução do problema). Ambos os cenários passam pela manutenção da governabilidade e de demonstração de força política do presidente. A grande questão é até que ponto tal força pode se sustentar. No campo legislativo, o governo busca aparentar normalidade, com o mote de que "o Brasil não pode parar". As reformas trabalhista e da previdência, que vinham até então caminhando para aprovação, sofrerão, no mínimo, um atraso de alguns meses, se não uma diluição adicional. As tentativas de se colocar em discussão e votação as medidas tem sido tumultuadas, com protestos veementes da oposição, que busca a via da obstrução das pautas. O principal evento a se monitorar será o julgamento da chapa no TSE, que terá início em 6 de junho e deve durar alguns dias, podendo durar algumas semanas, se houver um pedido de vistas. Os trabalhos no Congresso serão constantes demonstrações da força que o governo ainda tem, ou não, sobre a base.

No fronte econômico, os dados de atividade seguiram apresentando melhora marginal, com criação líquida de empregos e inflação baixa. O PIB do primeiro trimestre apresentou crescimento de 1% em relação ao trimestre anterior, com importante contribuição da agricultura. O Banco Central reduziu a taxa Selic em 1,00% ao ano, levando a taxa básica para 10,25% ao ano. A sinalização, anterior à eclosão da crise, de que o ritmo dos cortes das taxas de juros poderia ser acelerado, foi substituída por uma possível desaceleração. O comunicado da última reunião do COPOM cita as incertezas com relação à aprovação das reformas como o fator determinante para esta mudança de postura.

Alocação Estratégica de Ativos

Indo para o cenário internacional, nos EUA tivemos mais polêmicas envolvendo a campanha de Donald Trump e os russos.

A demissão do diretor geral do FBI, James Comey levou um deputado democrata a pedir, em plenário, o *impeachment* do presidente norte-americano, sob a acusação de obstrução de justiça. Adicionalmente, o diretor de comunicação do governo deixou o cargo, aumentando a polêmica. Ainda que Trump tenha maioria tanto na Câmara quanto no Senado, a possibilidade de impeachment passou a ser não-negligenciável. No fronte econômico, tivemos outra reunião do FED, o banco central dos EUA, em que se decidiu pela manutenção da taxa básica de juros em 1,00% ao ano. A novidade é o início da discussão sobre a redução do balanço da autoridade monetária, que cresceu substancialmente durante o programa de recompra de títulos (o chamado QE - *Quantitative Easing*). Os últimos números do mercado de trabalho foram positivos e mostraram que a economia americana segue forte.

Na Europa, o grande destaque foi o desfecho positivo das eleições francesas, com a vitória do centrista Emmanuel Macron. A derrota da

candidata eurocética Le Pen afasta riscos adicionais de ruptura do euro no curto prazo. Ainda restam dúvidas, entretanto, de qual será a extensão do sucesso das reformas propostas por Macron, em geral de cunho liberal. No quadro econômico, os dados de atividade seguem positivos. A inflação segue baixa, com seu núcleo avançando a uma taxa próxima a 1,00% ao ano nos últimos meses, o que suporta no curto prazo a continuidade da política monetária acomodatória por parte do BCE (Banco Central Europeu). Em setembro, deve ser anunciado que o fim da compra de títulos ocorrerá no final de 2017.

Na China, sem muitas novidades na política (tendo em vista o congresso do Partido Comunista marcado para outubro), destaque para dois pontos do relatório trimestral divulgado pelo PBoC (o banco central chinês): (1) maior supervisão na regulação do sistema financeiro e (2) modesta desalavancagem da economia. A autoridade monetária apontou que está acompanhando de perto a liquidez dos bancos, buscando manter o equilíbrio do sistema. Importante destacar também que a moeda chinesa passou por valorização de cerca de 1%, acompanhando o movimento de desvalorização do dólar frente a outras moedas do mundo.

PRINCIPAIS TEMAS E SUAS IMPLICAÇÕES PARA OS ATIVOS DE RISCO

Temas		Implicações para os ativos de risco
EUA	Alta de juros	Em sua última reunião, o FOMC manteve inalterada a taxa básica de juros em 1,00% ao ano, iniciando discussões sobre a redução de seu balanço; últimos dados mostraram que o mercado de trabalho está robusto
	Política fiscal	Projetos de reformas não avançaram no mês; polêmicas envolvendo a demissão do diretor-geral do FBI e a saída do diretor de comunicação pesaram sobre Donald Trump
Europa	Instabilidade política	Instabilidades arrefeceram no curto prazo: vitória de Macron na França (cenário favorável a ativos de risco) e expectativa de manutenção da base de Angela Merkel na Alemanha
	Política monetária	BCE mantém as taxas de juros inalteradas, sinalizando que pode aumentar os estímulos monetários, se necessário
China	Transição em curso	Economia manteve trajetória de "pouso suave"; relatório trimestral do PBoC (banco central chinês) aponta para uma maior supervisão na regulação do sistema financeiro e para uma modesta desalavancagem da economia
Brasil	Reformas estruturais	PEC do teto dos gastos e Lei da Terceirização aprovados; delação da JBS traz nova crise ao governo, sendo um revés para a aprovação das reformas da previdência e trabalhista; aumentou a incerteza sobre as aprovações
	Ambiente político	Delação da JBS traz nova e grave crise ao governo; postura do presidente Michel Temer é de resistência; julgamento da chapa Dilma-Temer no TSE é ponto-chave no futuro político do governo
	Recuperação econômica	PIB do 1º trim sobe 1,0% ante o 4º trim de 2016, com grande contribuição da agricultura; CAGED mostra leve melhora no mercado de trabalho, com criação de 59.856 vagas; Banco Central leva a Selic para 10,25% ao ano

Alocação Estratégica de Ativos

Olhando para a alocação tática para o mês, observamos um aumento dos prêmios nas curvas de juros nominais (títulos pré-fixados) e de juros reais locais (títulos indexados à inflação), diante dos desdobramentos da crise política. Apesar da grande indefinição que ainda paira sobre o futuro da presidência e sobre a aprovação das reformas, optamos por aumentar um pouco o risco dos portfólios.

As razões para tal movimento são:

(1) acreditamos que a solução da crise passará pela manutenção da governabilidade em um patamar que favoreça a aprovação das reformas trabalhista e da previdência em termos razoáveis e em um prazo de dois a quatro meses posterior

ao inicialmente previsto (outubro de 2017). Este atraso não deve interromper o início da retomada econômica que está se desenhando. O cenário base é de eleições indiretas, com a nomeação de um candidato favorável ao andamento das reformas e mais neutro do ponto de vista político;

(2) estávamos subalocados em risco, sobretudo na renda fixa pré-fixada, em função de enxergarmos prêmios menores anteriormente à crise;

(3) num cenário de inflação baixa e elevada incerteza, o prêmio observado nas curvas de juros justifica nossa preferência por esta classe de ativo, relativamente à renda variável.

		Mudança	Subalocado			Neutro	Sobrealocado			Fundamentação
			-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	
Risco dos Portfólios		▲								Aumento dos prêmios dos ativos de risco no Brasil
Renda Fixa	Pós	▼								Proteção para o curto prazo com boa remuneração
	Pré	▲								Inflação abaixo da meta; necessidade de estímulos à atividade econômica
	Inflação	▲								Juros reais aumentaram; reformas virão, apesar do atraso
	Renda Variável	■								Retorno potencial ponderado pelo risco menor do que o da renda fixa
	Multimercados	■								Manutenção reflete maior convicção com relação à posição em renda fixa
	Imobiliário	■								
	Private Equity	■								

Volatilidade Esperada	Conservador		Moderado I		Moderado II		Arrojado I		Arrojado II		Agressivo	
	1%		2%		3%		4%		6%		12%	
Classe de Ativo	Estratégico	Tático										
Renda Fixa - Pós-fixado	70%	66%	40%	32%	40%	33%	30%	24%	20%	14%	10%	5%
Renda Fixa - Pré-fixado	10%	8%	20%	16%	15%	12%	15%	12%	15%	12%	0%	0%
Renda Fixa - Inflação	10%	14%	20%	28%	20%	28%	20%	28%	25%	35%	25%	35%
Renda Variável	0%	0%	0%	0%	5%	3%	10%	6%	15%	9%	30%	20%
Multimercado	10%	12%	20%	24%	20%	24%	25%	30%	25%	30%	25%	30%
Imobiliário	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	10%	10%
Private Equity	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Alocação Estratégica de Ativos

Comitê de Investimentos Andbank Brasil

Luis Eduardo Pinho
Estrategista

Ricardo Braga
Gestor

Nilton Breinis
CEO Andbank Brasil

Marc Simonet
Superintendente de Risco

Sergio Manoel Correia
Superintendente de Desenvolvimento
Corporativo

Glossário

CDI: Certificado de Depósito Interbancário. Serve como referência para os títulos pós-fixados.

IRF-M: Índice de referência do mercado de títulos pré-fixados, considerando preços de mercado. Calculado e divulgado pela Anbima, representa uma carteira de LTN e NTN-F.

IMA-B: Índice de referência do mercado de títulos indexados à inflação, considerando preços de mercado. Calculado e divulgado pela Anbima, representa uma carteira de NTN-B.

Ibovespa: Principal índice do mercado de ações brasileiro.

IFMM-A: Índice de *hedge funds* calculado pelo BTG Pactual.

IFIX: Índice de fundos imobiliários elaborado e calculado pela BM&F Bovespa.

SMLL: Índice de ações de baixa capitalização (small caps).

Disclaimer

Este material é preparado para os clientes do Andbank e tem caráter meramente informativo sendo elaborado com os dados e análises disponíveis até o momento, informações estas que podem ser revisadas à qualquer tempo, sem prévio aviso.

Este material não constitui oferta ou compromisso, solicitação de oferta ou compromisso, indicação ou recomendação para iniciar ou encerrar qualquer transação. Portanto a decisão de investimento tomada com base nas informações aqui contidas é de exclusiva responsabilidade do leitor, eximindo o Andbank de todas as ações decorrentes do uso deste material.

Apesar de todo o cuidado, tanto na coleta como no manuseio das informações apresentadas, o Andbank não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas. As simulações, eventualmente constantes na apresentação, não são garantia de rentabilidade futura, muito menos limite máximo de perda.

O conteúdo deste material é destinado exclusivamente ao público interno e clientes do Andbank, podendo conter informações confidenciais, particulares ou privilegiadas, as quais não podem, sob qualquer forma ou pretexto, serem utilizadas, divulgadas, alteradas, impressas ou copiadas, total ou parcialmente, por pessoas não autorizadas pelo Andbank .