



Alocação Estratégica de Ativos

Julho/2017

Alocação Estratégica de Ativos

A situação política permanece delicada, a reforma trabalhista avança

Principais indicadores no mês*

CDI	0,81%
IRF-M	1,35%
IMA-B5	0,52%
IMA-B	0,16%
Ibovespa	0,30%
IFMM-A	0,84%
IFIX	0,85%
SMLL	0,39%
Dólar (R\$ 3,3082)	2,52%
Euro (R\$ 3,7807)	4,21%

Passados pouco mais de um mês do episódio da delação da JBS, que levou a novo recrudescimento da crise política, o presidente Michel Temer permanece no cargo, sustentado por uma base fragilizada e ancorado na equipe econômica e no andamento das reformas estruturais. Ao longo do último mês o presidente obteve tanto vitórias quanto derrotas. O julgamento da chapa Dilma-Temer no TSE (Tribunal Superior Eleitoral), que era dado como o principal risco ao presidente, foi superado. Novos fatos, como a denúncia da Procuradoria Geral da República, trazem mais complicações ao governo. O mercado se coloca mais uma vez em compasso de espera, em busca de sinais mais claros sobre a real dinâmica que as reformas terão até o final do ano. No exterior, avançam as discussões em torno da redução do balanço do Fed (banco central americano) e do início da retirada de estímulos por parte do BCE (Banco Central Europeu). Também na Europa, voltaram aos holofotes a situação de solvência de bancos espanhóis e italianos.

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. Neste sentido, optamos por manter as mesmas alocações nas classes de ativos definidas no mês passado, logo após a delação da JBS.

Brasil

- ✓ Temer obtém vitória no TSE, com a absolvição da chapa presidencial de 2014. Denúncias da PGR serão novo foco do governo no mês de julho
- ✓ É divulgado o Relatório Trimestral de Inflação do BC. O Conselho Monetário Nacional definiu novas metas de inflação para 2019 e 2020

EUA

- ✓ Economia americana ganha tração no primeiro trimestre e cresce 1,4% em termos anualizados
- ✓ FED aumenta a taxa básica de juros em sua última reunião, para a banda de 1,00% - 1,25% ao ano, e dá mais sinais sobre a redução do balanço

Europa

- ✓ Eleições legislativas na França consolidaram a coalizão de Emmanuel Macron, num cenário positivo para reformas
- ✓ BCE vê economia da região com robustez e indica que pode iniciar a redução dos estímulos monetários em breve

Alocação Estratégica de Ativos

No relatório de alocação estratégica do mês passado, destacamos que, diante dos impactos da delação da JBS, as maiores probabilidades caíam sobre dois cenários: (1) "a manutenção do governo Temer (com algum capital político para levar adiante as reformas)" ou (2) "sobre a cassação da chapa pelo TSE". A absolvição da chapa Dilma-Temer, por 4 votos a 3 (sendo o ministro Gilmar Mendes o autor do voto de Minerva) descartou o segundo cenário e representou importante vitória para o governo, mostrando que ainda detém força em suas relações com o Judiciário. O resultado do julgamento também teve implicações sobre outro fiel da balança na manutenção da base: o apoio do PSDB, mantendo ministérios e apoiando a pauta das reformas. Em reunião conjunta, mas sem a presença de Fernando Henrique Cardoso, os principais líderes do partido decidiram permanecer no governo, condicionando tal permanência ao não aparecimento de fatos novos.

A delicada situação do presidente Temer continua este mês, sob a pressão da denúncia por corrupção passiva apresentada pelo Procurador-Geral da República, Rodrigo Janot, com base nos elementos e conteúdo da delação da JBS. O rito processual neste caso consome um elemento cada vez mais escasso ao governo: tempo. A apresentação da denúncia pela PGR é feita ao Congresso, que deve decidir por sua admissibilidade em comissão (neste caso pela Comissão de Constituição e Justiça) e submetê-la ao plenário. São necessários dois terços da Câmara dos Deputados (342 deputados) para a abertura de inquérito, o mesmo número para a abertura de processo de impeachment. Um complicador adicional é o fato de Janot "fatiar" as denúncias, apresentando os pedidos de abertura de inquérito de forma separada e estendendo os prazos de tramitação. Fala-se na apresentação da denúncia de obstrução de justiça apenas em agosto, após o recesso parlamentar. O governo, por sua vez, busca na justiça respaldo para apreciar todas as denúncias de uma única vez, evitando assim o desgaste de ir a plenário mais de uma vez. A nossa expectativa é de que, uma vez apresentadas, as denúncias sejam rejeitadas pelos deputados.

Nesse cenário de indefinição da permanência de Temer na presidência, com constantes eventos

que podem, de fato, afastá-lo do poder, os mercados buscam sinais para aferir a viabilidade das reformas estruturais ainda este ano, uma vez que há eleições gerais em 2018 e, tradicionalmente, a agenda eleitoral se sobrepõe à agenda legislativa. A reforma trabalhista segue avançando no Senado, após susto com a rejeição na Comissão de Assuntos Sociais. Aprovado nas comissões de Assuntos Econômicos e de Constituição e Justiça, o relatório do senador Ricardo Ferraço irá ao plenário do Senado para a votação final. Acreditamos na aprovação da reforma trabalhista. A reforma da previdência, entretanto, segue sem calendário definido, com riscos adicionais de diluição. Seguimos acreditando na aprovação da mesma, certamente com atraso relativamente ao calendário original (estimamos de dois a quatro meses) e a um custo maior comparativamente ao previsto inicialmente (por exemplo, maior liberação de verbas do governo federal para os governadores e os membros do Congresso).

Se olharmos para o aspecto econômico, a crise política tem provocado piora nos indicadores de confiança e reduzido a expectativa de crescimento do PIB para este ano. A mediana do mercado vê hoje crescimento de 0,39% para 2017, puxado por queda nos investimentos e na produção industrial. A perspectiva para a situação fiscal volta a piorar, num cenário de PIB fraco e arrecadação que pode frustrar a expectativa do governo novamente. O compromisso com o cumprimento da meta de resultado primário foi reiterado, não sendo descartado aumento de tributos para fechar as contas (a CIDE tem sido o mais falado).

Na política monetária, dois eventos tiveram grande importância. O Banco Central divulgou seu Relatório Trimestral de Inflação, onde vê o IPCA fechando 2017 em 3,8% e sinaliza que está confortável com a flexibilização da Selic até a taxa de 8,5% ao ano. O outro evento foi a reunião do Conselho Monetário Nacional, onde após 14 anos foi decidida mais uma redução da meta anual de inflação: para 4,25% em 2019 e 4,0% em 2020. A ancoragem das expectativas de inflação para números abaixo de 4,5% ao ano em horizontes mais longos constituiu, na visão do CMN, uma oportunidade para reduzir a meta, no esforço de convergência para padrões internacionais.

Alocação Estratégica de Ativos

No cenário externo os principais destaques foram as indicações dos bancos centrais dos EUA e da União Europeia de seus próximos passos na condução da política monetária. Nos EUA, o Federal Reserve aumentou a meta para a taxa básica de juros (a chamada *Fed Funds*) em 0,25% ao ano conforme o esperado por analistas, para o intervalo de 1,00% a 1,25% ao ano, e deu mais sinais de que pode iniciar em breve o processo de redução de seu balanço (expandido após 2008 através dos programas de *"quantitative easing"*). Acreditamos que tal processo deve se iniciar em setembro deste ano e que novas altas de juros devem ficar para 2018, tendo em vista que o Congresso dos EUA precisará tratar uma vez mais da questão do teto do endividamento no segundo semestre. Na política, o presidente Donald Trump ainda mostra dificuldades em aglutinar sua base de apoio para aprovar suas promessas de campanha. A votação da reforma do sistema de saúde foi adiada novamente, travando a pauta para a apreciação de temas como a reforma tributária (assunto relevante para o mercado financeiro, dado a provável redução de impostos para as empresas e indivíduos).

No continente europeu, o BCE (Banco Central Europeu) deu sinais, em sua última reunião, que vê um cenário de crescimento econômico mais balanceado para o bloco, sem riscos de deflação e portanto de taxas de juros mais baixas que os níveis atuais. As discussões de redução das compras de títulos no mercado (o chamado *"tapering"*) devem se intensificar no segundo semestre, uma vez que os dados de atividade econômica também devem permanecer consistentes. Um ponto que voltou a chamar a atenção é a situação de solvência do setor bancário nos países periféricos do bloco, notadamente da Itália. Após as intervenções nos bancos Vicenza e Veneto, analistas apontam que a estrutura de capital continua fragilizada. Ou seja, embora os reguladores tenham agido para conter os danos no curto prazo, o problema persiste e aparecerá à frente novamente. Na França, destaque para as eleições legislativas, onde o partido de Emmanuel Macron (*En Marche!*) obteve maioria absoluta no Parlamento, pavimentando um caminho para as reformas liberais propostas em campanha. A extensão deste sucesso, entretanto, ainda é desconhecida.

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 aumentou a taxa básica de juros em 0,25%, para 1,25% ao ano e avançou nas discussões sobre a redução de seu balanço; a inflação das despesas pessoais de consumo desacelerou, mas o desemprego caiu.
	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 continuam pesando 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; a extrema direita perde força na Europa.
	Política monetária	BCE mantém as taxas de juros inalteradas, sinalizando que pode estar próximo do início da redução dos estímulos monetários.
China	Transição em curso	Economia manteve trajetória de "pouso suave"; banco central chinês (PBoC) atua no mercado de câmbio para evitar desvalorização após rebaixamento de agência de risco; não esperamos más notícias antes do Congresso do Partido Comunista.
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; a trabalhista segue avançando, mas a reforma da previdência atrasará alguns meses, podendo ter que ser adicionalmente modificada por Leis Complementares Ordinárias.
	Ambiente político	Delação da JBS traz nova e grave crise ao governo; postura do presidente Michel Temer é de resistência; processo no TSE é superado; denúncia da PGR é nova ameaça ao governo; acreditamos que o presidente Temer possui os votos necessários para barrar o avanço do processo na Câmara dos Deputados.
	Recuperação econômica	PIB do 1º trim sobe 1,0% ante o 4º trim de 2016, com grande contribuição da agricultura, mas o PIB do 2º trim deve ser fraco; meta de inflação é reduzida para 4,25% em 2019 e 4,0% em 2020; Banco Central vê cenário de inflação em queda.

Alocação Estratégica de Ativos

Na China, destaque para a valorização do renminbi frente ao dólar, de aproximadamente 1,50% ao longo do último mês. A atuação do banco central chinês (PBoC) após o rebaixamento da dívida soberana do país pela Moody's foi decisiva para prevenir uma desvalorização da moeda. No fronte de atividade, os números seguem indicando que a economia chinesa mantém sua trajetória de "pouso suave", buscando a transição de um modelo baseado em exportações para um modelo baseado em consumo doméstico.

Olhando para a alocação tática para julho, vemos um cenário onde o presidente Temer permanece no Planalto, com condições de levar adiante as reformas em condições que contribuam para suavizar a trajetória da dívida pública. Entraremos no segundo semestre do ano e o custo político de sua saída torna-se cada vez maior, sobretudo se levarmos em conta que 2018 é ano de eleições gerais.

Ainda vemos prêmios na renda fixa pré-fixada curta e nos títulos indexados à inflação mais longos, sobretudo se levarmos em conta que a atividade econômica ainda é baixa (devendo ser inclusive menor do que se esperava no início do ano) e a inflação segue continuamente superando as expectativas de baixa. Na renda variável, entretanto, enxergamos um cenário desafiador. O desemprego ainda alto e o investimento em recuperação muito lenta não favorecem resultados corporativos mais robustos, olhando para o Ibovespa de forma geral. Adicionalmente, esta classe de ativos é mais sensível a turbulências nos mercado de bolsa internacionais, que seguem operando em níveis de preço/lucro elevados.

Optamos por manter a alocação tática para o mês, sobrealocados na renda fixa inflação e em multimercados. Seguimos subalocados na renda variável, pelas razões citadas acima.

Alocação Estratégica de Ativos

Comitê de Investimentos Andbank Brasil

Nilton Breinis
CEO Andbank Brasil

Marc Simonet
Superintendente de Risco

Luis Eduardo Pinho
Estrategista

Sergio Manoel Correia
Superintendente de Desenvolvimento Corporativo

Ricardo Braga
Gestor

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 Apesar de todo o cuidado, tanto na coleta como Andbank e tem caráter meramente informativo no manuseio das informações apresentadas, o sendo elaborado com os dados e análises Andbank não se responsabiliza pela publicação disponíveis até o momento, informações estas acidental de informações incorretas. que podem ser revisadas à qualquer tempo, sem As simulações, eventualmente constantes na prévio apresentação, não são garantia de rentabilidade futura, muito menos limite máximo de perda.

Este material não constitui oferta ou compromisso, solicitação 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.

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.