

## **Alocação Estratégica de Ativos**

Agosto/2017

## Alocação Estratégica de Ativos

### A situação política permanece delicada, reforma trabalhista avança

#### Principais indicadores no mês\*

CDI	0,80%
IRF-M	2,31%
IMA-B5	2,85%
IMA-B	4,00%
Ibovespa	4,80%
IFIX	-0,38%
SMLL	8,14%

Dólar (R\$ 3,1254)	-5,53%
Euro (R\$ 3,7011)	-2,11%

No mês de julho, a política segue dominando o cenário local. Em meio ao recesso parlamentar, o presidente Temer negocia com deputados e base aliada, buscando a absolvição da primeira denúncia apresentada pela Procuradoria Geral da República, por corrupção passiva. Denúncias adicionais devem ser apresentadas em agosto, por obstrução de justiça, em setembro, por organização criminosa, e em outubro, ou pouco depois, por lavagem de dinheiro. O presidente da Câmara dos Deputados, Rodrigo Maia, foi cotado na mídia como presidenciável, mas mantém neutralidade em relação ao governo, destacando a importância da agenda de reformas. Na economia, a situação fiscal e a política monetária são o foco, com o aumento de impostos sendo implementado e uma possível revisão da meta de déficit primário para o ano sob discussão. O Banco Central reduziu a taxa Selic em 1,00% ao ano, trazendo a taxa de juros básica da economia para 9,25% ao ano. No cenário externo, reforça-se a visão de uma normalização mais coordenada das políticas monetárias, em um ambiente de crescimento mais favorável e com baixos riscos deflacionários no curto prazo. Nos EUA, senadores republicanos concordaram em discutir o fim do *Obamacare*, em sinalização positiva a Trump.

Os ativos brasileiros passaram por forte rodada de valorização ao longo das últimas semanas, com queda importante da curva de juros futuros e valorização do real frente ao dólar. A bolsa também esboçou reação, valorizando 4,80% no mês. Nesse quadro, decidimos por reduzir a alocação de renda fixa nas carteiras, notadamente na parcela pré-fixada e nos juros reais curtos.

#### Brasil

- ✓ PGR apresentou denúncia de corrupção passiva contra Temer, que deve ir a votação no Congresso no início de agosto
- ✓ Banco Central reduziu a Selic em 1,00% ao ano, trazendo a taxa básica de juros da economia brasileira à casa de um dígito novamente

#### EUA

- ✓ Senadores republicanos concordaram em discutir medidas para pôr fim ao *Obamacare*, em sinalização positiva a Donald Trump
- ✓ FED, o Banco Central dos EUA, manteve a taxa básica de juros no patamar de 1,00%-1,25% ao ano em seu último comitê de política monetária ("FOMC")

#### Europa

- ✓ BCE, o Banco Central da Europa, buscou suavizar o discurso, não indicando horizonte de tempo para início da redução dos estímulos

## Alocação Estratégica de Ativos

A crise política adotou contornos diversos ao longo de julho, ora favoráveis ao governo, ora desfavoráveis. Se no início do mês a percepção de que a queda de Temer e ascensão de Rodrigo Maia era um cenário provável e positivo para a aprovação das reformas, em meados do mês tal percepção deixou de ser unânime. Passados pouco mais de dois meses da eclosão da delação dos executivos da JBS e os áudios envolvendo o presidente, o que observamos é que Temer tem sido capaz de manter sua base aliada relativamente coesa: nenhum partido relevante deixou formalmente a base; nenhum ministério relevante foi entregue e as votações até o momento seguido o curso normal. Os que se impasses colocaram até o momento foram superados: processo no TSE; permanência do PSDB no governo; vitória na primeira etapa da denúncia da PGR; aprovação da reforma trabalhista. A janela do recesso parlamentar, iniciado em 18 de julho, deu fôlego ao governo para fazer a interlocução individual com os congressistas e buscar uma margem maior de deputados favoráveis à rejeição da denúncia da PGR. Paralelamente, o Planalto tenta também reviver a votação da Reforma da Previdência, que segue sem cronograma definido.

As denúncias da PGR, baseadas na delação dos executivos da JBS e encabeçadas por Rodrigo Janot, constituem a maior ameaça ao governo atualmente, tanto por que podem juridicamente afastá-lo da presidência, quanto por que mantém o Congresso na agenda de sobrevivência do presidente. Como cada denúncia feita por Janot precisa ser apreciada em comissão e votada em separado, o governo precisa buscar o apoio de 172 deputados múltiplas vezes para evitar que sejam atingidos os 342 votos necessários para aprovar o avanço da denúncia para o STF. Este esforço ampliará o tempo de negociação e imporá termos crescentemente desfavoráveis ao acusado. A primeira denúncia, por corrupção passiva, deve ir a plenário em 02 de agosto, após ter seu relatório de admissibilidade rejeitado na Comissão de Constituição e Justiça (CCJ). As denúncias seguintes, por obstrução de justiça e organização criminosa, devem ser apresentadas até setembro, podendo inclusive ser unificadas e apreciadas de uma única vez. Fala-se também na possibilidade de uma quarta denúncia, de lavagem de dinheiro e que, a priori, ficaria para outubro.

A despeito de tudo isso, acreditamos que o governo possui os meios necessários para fazer com que as denúncias sejam rejeitadas e seu mandato seja preservado. Se olharmos para os números produzidos pela base aliada desde o início do governo, inclusive comparando com governos anteriores fortes, vemos que Temer se mostrou habilidoso na formação de sua maioria. A base formal em ambas as casas é robusta: na Câmara é de aproximadamente 400 deputados (de um total de 513); no Senado é de 66 senadores (de um total de 81). Das 154 votações que ocorreram em 2016, a fidelidade das bancadas aliadas é de pelo menos 94%<sup>(1)</sup>. Nesse sentido, é difícil imaginar que, sem o aparecimento de fatos novos que fortalecessem o caso de afastamento de Temer, o nome de Rodrigo Maia pudesse ascender com facilidade a presidente, tal como foi ventilado na mídia local no início do mês. Maia estaria inclusive se articulando com outros partidos e conversando com empresários do setor industrial e financeiro. Apesar de não ser desprezível, também acreditamos que este cenário é, nas condições atuais, improvável. Temer ainda mantém proximidade de sua base e detém poder para influenciá-la, sobretudo com a proximidade do ano eleitoral de 2018 e a necessidade de construção de alianças.

No tocante às reformas estruturais, tivemos a aprovação da reforma trabalhista, contando com votação expressiva de 50 senadores a favor. Após a sanção presidencial devem ser propostas alterações ao texto original via Medida Provisória, conforme acordo com senadores. Tais alterações não impactam, em nossa visão, os ganhos de produtividade decorrentes da reforma ao longo dos próximos anos. A Reforma da Previdência segue ainda sem cronograma definido, mas acreditamos que deverá ser votada neste semestre, ainda que em versão mais diluída. Posteriormente, há pontos que podem ser ajustados via Lei Ordinária Complementar, de modo que os efeitos de médio prazo da economia fiscal sejam suficientes para reverter a trajetória explosiva da dívida pública federal. Rodrigo Maia, em entrevista ao jornal O Estado de São Paulo, reafirma o compromisso com a agenda econômica e diz que a reforma da previdência deve ser votada na Câmara dos Deputados ainda em agosto.

(1) Segundo o Basômetro do Estado de São Paulo

## Alocação Estratégica de Ativos

Olhando para o aspecto econômico, a política fiscal voltou a ganhar destaque. Com o acirramento da crise política no primeiro semestre e suas consequências sobre as expectativas dos agentes econômicos, provavelmente teremos um crescimento do PIB menor do que o imaginado no início do ano. A lenta recuperação do emprego e do investimento afeta as decisões de consumo e a recuperação da economia. Nesse quadro, a arrecadação do governo volta a frustrar e acende a luz amarela sobre o cumprimento da meta fiscal para este ano (já fixada no déficit de R\$ 139 bilhões). O resultado consolidado no primeiro semestre foi de déficit de R\$ 56 bilhões. Nesse sentido, o governo já adota a estratégia de alta de impostos para fechar as contas. A alíquota de PIS/Cofins sobre combustíveis subiu de R\$ 0,38 para R\$ 0,79/litro, com a qual estima-se arrecadação adicional de R\$ 10,4 bilhões. Medidas adicionais são estudadas / implementadas para cumprir a meta: PDV (Plano de Demissão Voluntária) para servidores públicos; adiamento de reajuste de servidores do Executivo; alteração da meta fiscal este ano. Na política monetária, o Banco Central reduziu mais uma vez a taxa Selic, de 10,25% para 9,25% ao ano, trazendo a taxa básica de juros da

economia para um dígito novamente, após 4 anos. Em seu comunicado, o BC deixa a porta aberta para a manutenção do atual ritmo de queda. O cenário benigno para a inflação suporta a decisão do BC, que vê índices de difusão baixos e desinflação difundida em itens mais sensíveis ao ciclo econômico, como serviços. As projeções da autoridade monetária são de IPCA em torno de 3,6% em 2017, com uma taxa Selic de 8,0% ao ano.

No cenário internacional, sem muitos destaques políticos, as atenções se voltaram para os Bancos Centrais das economias desenvolvidas, que deram sinais de que a normalização monetária segue seu curso e passa a ocorrer de forma coordenada. Nos EUA, o FED (Banco Central Americano) decidiu manter a taxa básica de juros no patamar de 1,00%-1,25% ao ano, mas apontando que a redução de seu balanço (através da venda de ativos como títulos soberanos e títulos lastreados em hipotecas) deve acontecer em um horizonte "relativamente próximo". O mercado acredita que este movimento deve se iniciar em setembro, com reduções mensais de US\$ 10 bilhões (de um total de US\$ 4,5 trilhões atuais).

### 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 1,25% ao ano e avançou nas discussões sobre a redução de seu balanço; a inflação das despesas pessoais de consumo acelerou para 1,5% em 12 meses, no fechamento de junho.
	Política fiscal	Partido Republicano concordou em retomar discussões sobre o Obamacare; polêmicas envolvendo o envolvimento de Donald Trump Jr. com os russos e nova demissão do diretor de comunicação da Casa Branca 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) segue atuando para aumentar regulação dos mercados; não esperamos más notícias antes do Congresso do Partido Comunista.
Brasil	Reformas estruturais	PEC do teto dos gastos, Lei da Terceirização e Reforma Trabalhista aprovados; delação da JBS traz nova crise ao governo; 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; 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	Desemprego veio levemente melhor que o esperado, em 13% no segundo trimestre; meta de inflação é reduzida para 4,25% em 2019 e 4,0% em 2020; Banco Central vê cenário de inflação em queda e reduz Selic em 1,00%, para 9,25% ao ano.

## Alocação Estratégica de Ativos

---

Na Europa, o fórum do BCE (Banco Central Europeu) em Sintra sinalizou aos mercados que o início da redução das compras de títulos estaria próximo, adotando uma postura mais dura e levando os rendimentos dos títulos soberanos a subir. No entanto, em sua última reunião, o banco decidiu pela manutenção dos atuais níveis de juros. A comunicação de Mario Draghi, presidente do BCE, buscou acalmar os mercados em relação a quão cedo se iniciaria a redução das compras de ativos, adotando uma postura mais acomodatória. Apesar disso, o euro segue fortalecendo, cotado na casa dos US\$ 1,18/ EUR. Também, houve decisão de política monetária no Japão. O BoJ (Banco Central Japonês) manteve inalterada a política monetária, com a inflação ainda em níveis baixos. Na China, o PBoC (Banco Central Chinês) continua o esforço de aumentar a regulação sobre o mercado local, na tentativa de administrar excessos em setores específicos. Em termos políticos, pouco deve acontecer até o Congresso do Partido Comunista, que ocorrerá até novembro deste ano.

Olhando para o cenário, acreditamos que Temer permanecerá no cargo, sobrevivendo às denúncias da PGR. Sua capacidade de formar maioria mostra que o governo tem força, sobretudo se levarmos em conta a proximidade do ciclo eleitoral de 2018. Acreditamos também que a reforma da previdência será aprovada, ainda que em forma diluída (posteriormente deve ser complementada por Leis Ordinárias Complementares).

Na alocação tática do mês de agosto, optamos por reduzir a exposição ao prefixado (redução de dois passos) e à inflação (redução também de dois passos, mas concentrados nos títulos mais curtos). Os prêmios observados após a delação da JBS, que justificaram o aumento no Comitê de Investimentos de maio, ficaram pequenos. O benchmark IRF-M (prefixado) e o IMA-B5 (inflação curta, com vencimentos de NTN-B até 5 anos) ultrapassaram os níveis de antes da delação, onde o cenário era de recuperação maior da economia e aprovação das reformas até outubro. Adicionalmente, a janela de inflação baixa no curto prazo torna o carregamento dos títulos curtos mais magros. Seguimos subalocados (abaixo do ponto neutro de cada portfólio) na renda variável (classe mais sujeita a turbulências externas) e sobrealocados (acima do ponto neutro) em multimercados, que tem maior capacidade de capturar as oportunidades de curto prazo.

## 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 aviso. 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 .