



# **Alocação Estratégica de Ativos**

Setembro/2017

## Alocação Estratégica de Ativos

### Agenda econômica avança no Congresso; fiscal segue preocupando

#### Principais indicadores no mês\*

CDI	0,80%
IRF-M	1,06%
IMA-B5	1,25%
IMA-B	1,34%
Ibovespa	7,46%
IFMM-A	1,53%
IFIX	0,86%
SMLL	8,55%
Dólar (R\$ 3,1491)	0,76%
Euro (R\$ 3,7503)	1,33%

Observamos, ao longo do mês de agosto, relativa acomodação no cenário político local, sem o surgimento de fatos novos envolvendo o presidente Michel Temer e com a agenda legislativa avançando. Após a vitória do governo na primeira denúncia feita pela Procuradoria Geral da República, no início de agosto, a expectativa é de que seja apresentada uma segunda denúncia, por obstrução de justiça e organização criminosa. Entretanto, o procurador-geral Rodrigo Janot, em entrevista coletiva, vê evidências de que os executivos da JBS ocultaram informações da justiça, o que poderia levar à rescisão do acordo de colaboração premiada. No fronte econômico, a atividade mostra sinais de recuperação, com leituras melhores na varejo e nos serviços. A inflação segue sua trajetória de arrefecimento e as taxas de juros seguem em baixa. O cenário fiscal, entretanto, é hoje a principal fonte de preocupação do mercado. No cenário externo, sem muitas novidades em termos de política monetária, seguimos assistindo à guerra verbal entre EUA e Coréia do Norte, num ambiente de tensão permanente.

Os mercados no Brasil, assim como também no resto do mundo, seguem uma dinâmica de tomada de risco. O Ibovespa passou por expressiva valorização no mês, enquanto o Real se manteve na banda 3,10 - 3,20 e os juros futuros apresentaram queda marginal. Diante desse cenário, optamos por manter as mesmas alocações nos portfólios, com menor peso nos mercados de renda fixa prefixada e de títulos de curto prazo indexados à inflação e às taxas de juros reais.

#### Brasil

- ✓ Nova denúncia da PGR pode ser apresentada este mês, mas enfraquecida por fatos novos; governo anuncia amplo pacote de privatizações
- ✓ Economia mostra sinais de melhora e PIB cresce 0,2% no segundo trimestre de 2017; Copom reduz a Selic para 8,25% ao ano

#### EUA

- ✓ Se aproximam as discussões sobre o "congelamento" da máquina pública e do teto do endividamento, em meio a falas polêmicas de Trump
- ✓ Economia segue robusta, mas a inflação baixa não alimenta "pressa" para que o FED suba os juros

#### Europa

- ✓ Eleições alemãs se aproximam e Merkel segue como favorita nas pesquisas
- ✓ Melhora na atividade econômica e expectativa de aperto monetário contribuem para a valorização do euro frente ao dólar

QUADRO DE ALOCAÇÃO TÁTICA (PÁG. 5)

Classe de Ativo	Benchmark	Mudança	Subalocado			Neutro	Sobrealocado		
			-3	-2	-1	0	+1	+2	+3
<b>Risco dos Portfólios</b>									
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

---

O cenário político local, ainda que permaneça delicado e com riscos de piora imponderáveis e imprevisíveis, foi de relativa "tranquilidade" em agosto, sobretudo quando comparado aos meses que sucederam a divulgação dos áudios da delação de executivos da JBS. Passada a votação da aceitação da primeira denúncia da PGR contra Temer, em que os deputados rejeitaram o andamento do processo, o governo tem focado na agenda legislativa e econômica. Os próximos esforços estariam concentrados em: (1) liberar a pauta do Congresso para seguir com a Reforma da Previdência (ou seja, superar as discussões da reforma política e de uma provável segunda denúncia da PGR) e (2) aprovar a nova meta de déficit primário para R\$ 159 bilhões, diante da deterioração adicional do quadro fiscal deste ano.

No primeiro desafio, diante da falta de agregação na base para seguir com a reforma da Previdência de forma imediata, o governo partiu para a reforma política. Há três pontos principais em discussão: a criação do fundo eleitoral de R\$ 3,6 bilhões para o financiamento público de campanhas, a vigência do modelo conhecido como "Distritão" (onde são eleitos os mais votados, independentemente dos partidos) e o fim das coligações partidárias. A falta de consenso entre os congressistas tem levado a sucessivos adiamentos da votação em plenário de uma proposta fechada. O outro risco a Temer, este mais imediato, está na segunda denúncia da PGR, acusando o presidente dos crimes de obstrução de justiça e organização criminosa. Em nova reviravolta no caso, o procurador geral da República, Rodrigo Janot, em coletiva de imprensa no dia 04 de setembro afirma que novos áudios mostram que os executivos da JBS podem ter omitido informações à Justiça. Isso poderia levar à rescisão do acordo de delação premiada, com a perda dos benefícios aos delatores mas, a priori, mantendo a validade das provas coletadas. A implicação política mais direta é o enfraquecimento das denúncias apresentadas contra Michel Temer, no passado ou futuramente. Com a aproximação do fim do mandato de Rodrigo Janot, diminuem as chances de que a nova denúncia vá adiante ou, ainda, que seja efetivamente apresentada. Sem entrar no mérito da questão, o fato é que o enfraquecimento da nova denúncia ajuda o governo em sua relação com o Congresso e

aumenta as chances de avançar na agenda econômica, através da diminuição dos custos de transação com os parlamentares e do efeito paralisia que a nova denúncia implicaria por algumas semanas (dado o rito do processo no Congresso).

O segundo ponto de esforço do governo se tornou um dos focos do mercado recentemente: a situação fiscal. Diante de frustração adicional de receitas tributárias - grande parte em função do baixo crescimento econômico - e da dificuldade em promover cortes adicionais no curto prazo, o governo enviou ao Congresso projeto para aumentar o tamanho do rombo fiscal, de R\$ 139 para R\$ 159 bilhões. A meta para os anos de 2018, 2019 e 2020 também foi revista, para R\$ 159 bi, R\$ 139 bi e R\$ 65 bi, respectivamente. Ainda que as revisões sejam bastante negativas e evidenciem a gravidade do quadro fiscal brasileiro no médio prazo, essa discussão representou em certa medida uma vitória da equipe econômica, que defendia um número menor que os R\$ 170 bi ventilados pela ala política do governo. A nova meta foi aprovada pelo Congresso em 05 de setembro e o governo deve enviar agora uma nova proposta orçamentária para 2018.

A relativa tranquilidade deu ao governo uma janela para mostrar mais trabalho na área econômica. Na quarta-feira, 23 de agosto, foi anunciado um programa de privatizações e concessões de 57 empreendimentos à iniciativa privada, incluindo ativos como o Aeroporto de Congonhas, a Casa da Moeda e lotes de linhas de transmissão da Eletrobrás. De olho no resultado fiscal de curto prazo, a União espera arrecadar cerca de R\$ 40 bilhões com o programa, mas ainda há dúvidas sobre a capacidade que o governo terá de executar as concessões entre este e o próximo ano. A segunda notícia positiva foi a aprovação da criação da TLP (Taxa de Longo Prazo, que balizará os empréstimos do BNDES e substituirá a TJLP), eliminando os subsídios implícitos dados pelo banco de fomento. Vemos ambos os esforços como positivos, tanto porque contribuem com um maior equilíbrio fiscal quanto porque caminham no sentido de melhorar a produtividade do setor de infraestrutura no país, que carece de gestão mais eficiente.

## Alocação Estratégica de Ativos

Na economia, apesar do destaque negativo do quadro fiscal, há notícias positivas no lado da atividade econômica. Segundo o IBGE, a economia brasileira apresentou crescimento de 0,2% no segundo trimestre do ano, contra o trimestre anterior. A mediana das expectativas era de estabilidade no período. Os destaques positivos foram o comércio e o consumo das famílias, que ganham tração na esteira da inflação baixa e ganhos reais nos salários. O investimento em ativos fixos, entretanto, registrou nova leitura negativa e segue a trajetória de queda desde o quarto trimestre de 2013. Cabe lembrar que as indústrias ainda operam em níveis baixos de utilização da capacidade instalada, o que não justifica a necessidade de investimentos para aumento de produção. A leitura de produção industrial de julho também foi positiva, com crescimento de 0,8% ante junho (a mediana das expectativas era de alta de 0,40%).

O lado fiscal segue bastante preocupante, com quedas acentuadas na arrecadação. O governo divulgou um déficit de R\$ 20,2 bilhões em julho, com quedas expressivas nas despesas discricionárias e quedas ainda maiores na arrecadação. O COPOM decidiu por cortar a taxa Selic em 1,00%, para 8,25% ao ano, como era

esperado pelo mercado. O comunicado trouxe indicações de que o processo será mais gradual daqui em diante.

O cenário externo não trouxe grandes novidades em relação aos meses anteriores. Com as economias desenvolvidas em ritmo consistente e os bancos centrais "sem pressa" para retirar os estímulos monetários, o elemento que acaba impactando os preços é a geopolítica, notadamente a questão EUA - Coréia do Norte.

Nos EUA, a economia segue forte. Apesar disso, a inflação de consumo pessoal foi de 1,4% nos 12 meses fechados em julho, abaixo da meta de 2,0% do FED, o que mantém a autoridade monetária em *standby* para acelerar o ritmo de alta de juros, atualmente em 1,25%. As expectativas de mercado apontam para manutenção dos juros ao longo de 2017. No campo político, Trump manteve as habituais polêmicas domésticas, com declarações de que se poderia chegar ao congelamento dos serviços públicos (o chamado "shutdown") caso o Congresso não aprove financiamento para a construção do muro com o México. Na política externa, aumenta a escalada verbal com a Coréia do Norte, em meio ao aumento de testes militares por parte de Pyongyang.

### PRINCIPAIS TEMAS E SUAS IMPLICAÇÕES PARA OS ATIVOS DE RISCO

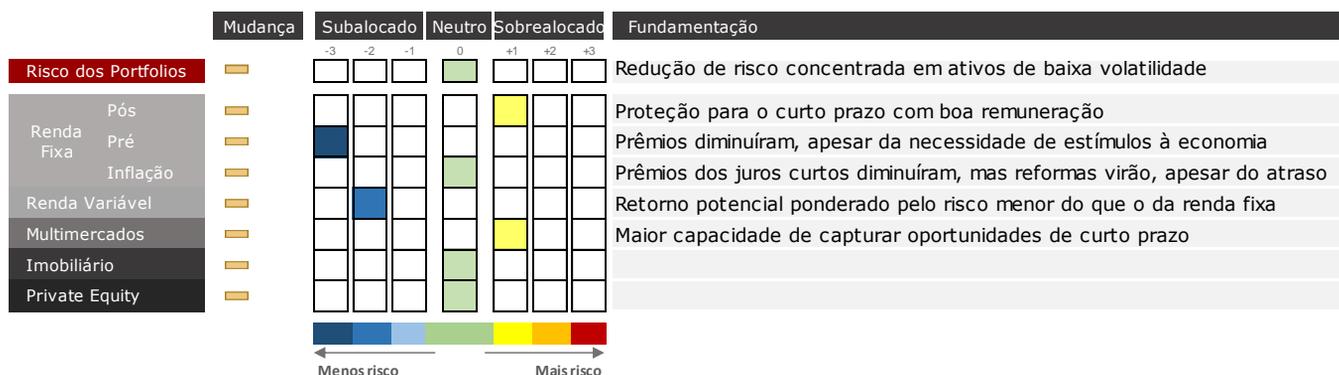
Temas		Implicações para os ativos de risco
EUA	Alta de juros	Em sua última reunião, o FOMC manteve inalterada a meta para a taxa básica de juros em 1,00% - 1,25% ao ano e avançou nas discussões sobre a redução de seu balanço; a inflação das despesas pessoais de consumo desacelerou para 1,4% nos 12 meses terminados em julho, abaixo da meta de 2,0% para o mesmo período.
	Política fiscal	Congresso aprova a extensão do teto da dívida para arcar com socorro financeiro aos afetados pelo furacão Harvey e afasta o risco de shutdown por três meses; Donald Trump pede urgência na aprovação da reforma tributária; frustração com reformas pressiona o dólar e o rendimento dos títulos soberanos longos
Europa	Instabilidade política	Instabilidades arrefeceram no passado recente: vitória de Macron na França (cenário favorável a ativos de risco) e expectativa de continuidade de Angela Merkel na Alemanha; a extrema direita perde força na Europa.
	Política monetária	BCE mantém as taxas de juros inalteradas em -0,40% ao ano, sinalizando que pode estar próximo do início da redução dos estímulos monetários. Alta liquidez mantém ambiente favorável para os ativos de risco.
China	Transição em curso	Economia manteve trajetória de "pouso suave"; banco central chinês segue atuando para aumentar a regulação dos mercados; não esperamos más notícias antes do Congresso do Partido Comunista (Novembro/17).
Brasil	Reformas estruturais	PEC do teto dos gastos, Lei da Terceirização, Reforma Trabalhista e TLP aprovados; reforma da previdência atrasará alguns meses e pode ser diluída; um revés significativo elevaria os prêmios de risco no país.
	Ambiente político	Indícios de que os irmãos Batista omitiram informações à justiça enfraquecem eventual nova denúncia da PGR contra Michel Temer; ambiente é mais favorável para o andamento da agenda legislativa; acreditamos que o presidente possui os votos necessários para barrar uma eventual nova denúncia.
	Recuperação econômica	Índices coincidentes de atividade econômica mostram melhora, sobretudo no consumo das famílias e na agricultura; PIB cresce 0,2% no segundo trimestre ante o anterior; Inflação segue trajetória de queda e pavimentam o caminho para uma Selic mais baixa.

## Alocação Estratégica de Ativos

Na Zona do Euro, a economia mantém o bom ritmo de crescimento, com queda no desemprego para 9,1% em junho. Ainda que alto, é o menor número em oito anos. O mercado buscou alguma sinalização de Mario Draghi no simpósio de Bancos Centrais em Jackson Hole. Mesmo sem comentários explícitos, o euro se valorizou fortemente frente ao dólar. A reunião do BCE manteve inalterada a política monetária, sinalizando que um processo de revisão deve ocorrer na reunião de outubro. A ausência de comentários contundentes sobre o euro levou à

nova apreciação da moeda europeia frente ao dólar.

Na China, o último grande destaque foi a Conferência Nacional de Trabalho para o Setor Financeiro, que ocorre a cada cinco anos. As discussões ocorreram no sentido de uma maior regulação do sistema financeiro, menor abertura a estrangeiros e desalavancagem das empresas estatais. O viés restritivo ocorre poucos meses antes do Congresso do Partido Comunista, quando serão renovadas figuras-chave no político local.



Acreditamos que Michel Temer completará seu mandato até as eleições de 2018. Eventuais novas denúncias apresentadas pela PGR, agora enfraquecidas, deverão ser superadas no Congresso. A Reforma da Previdência, ainda que atrasada e mais diluída, deve ser aprovada, com posteriores ajustes via Leis Ordinárias Complementares. A agenda econômica segue seu curso e a economia volta a dar sinais de retomada lenta e gradual.

Para a alocação tática do mês de setembro, mantivemos a mesma configuração do mês anterior, subalocados na renda variável, na renda fixa prefixada e na renda fixa inflação de vencimentos mais curtos (até 5 anos). Seguimos

sobrealocados em multimercados e no pós-fixado. Os prêmios nos vértices mais curtos da curva de juros continuam baixos, com o mercado já esperando taxas de juros na casa de 7,25% este ano e por todo o ano que vem. Os títulos indexados à inflação devem apresentar retornos abaixo do CDI no curto prazo, em função dos prêmios menores e baixo carregamento inflacionário. Na renda variável, o Ibovespa está perto das máximas históricas, no nível de 72.000 pontos, onde vemos pouco potencial de ganho no curto prazo. Os multimercados, por outro lado, possuem maior flexibilidade para capturar as oportunidades de curto prazo, não apenas no mercado local.

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%	74%	40%	48%	40%	47%	30%	38%	20%	30%	10%	15%
Renda Fixa - Pré-fixado	10%	4%	20%	8%	15%	6%	15%	6%	15%	6%	0%	0%
Renda Fixa - Inflação	10%	10%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	25%	25%	25%	25%
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

**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 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.