



# **Alocação Estratégica de Ativos**

Outubro/2017

## Alocação Estratégica de Ativos

### Política volta a preocupar os mercados, enquanto economia avança

#### Principais indicadores no mês\*

CDI	0,64%
IRF-M	1,48%
IMA-B5	1,01%
IMA-B	1,81%
Ibovespa	4,88%
IFMM-A	1,75%
IFIX	6,58%
SMLL	3,68%
Dólar (R\$ 3,1625)	0,43%
Euro (R\$ 3,7366)	-0,37%

A política local voltou a dar sinais mistos ao mercado neste mês de setembro, após a relativa tranquilidade observada em agosto. Como era esperado, o ex-procurador geral da República, Rodrigo Janot, apresentou uma série de denúncias contra os principais nomes da política no país, entre eles o presidente Michel Temer e as cúpulas do PMDB e do PT. Apesar de virem enfraquecidas, as novas denúncias são mais uma "pedra no sapato" de Temer e da agenda legislativa do governo. A aproximação com o final do ano impõe crescente urgência na discussão da Reforma da Previdência na Câmara dos Deputados, abrindo o caminho para o Senado no ano que vem. Na economia real, sinais positivos de atividade e uma nova redução da taxa Selic por parte do Banco Central. No cenário externo, observamos nova escalada das tensões geopolíticas entre EUA e Coréia do Norte, após sucessivos testes nucleares e lançamentos de mísseis por parte do país asiático. Na Europa, destaque para as eleições na Alemanha, consolidando mais um mandato para Angela Merkel, mas com uma votação abaixo do esperado para sua coalizão.

O mercado de ativos de risco no Brasil voltou a registrar máximas em setembro. O Ibovespa bateu sua máxima histórica, enquanto as taxas de juro futuras voltaram a cair. Observamos, apesar disso, uma pequena realização na última semana do mês. Nesse cenário de prêmios menores na renda fixa e de preços esticados na renda variável, optamos por aumentar nossa exposição a multimercados, além de concentrar a parcela de renda fixa nos vencimentos intermediários da curva de juros reais.

#### Brasil

- ✓ PGR apresenta denúncia de obstrução de justiça e organização criminosa contra Michel Temer e cúpula do PMDB
- ✓ Banco Central reduz a taxa Selic em 1,00%, levando-a para 8,25% ao ano

#### EUA

- ✓ Tensões com Coréia do Norte aumentam, com lançamento de mísseis por parte de Pyongyang
- ✓ Federal Reserve mantém a taxa básica de juros da economia em 1,25% ao ano, indicando que deve iniciar a redução do balanço em Outubro

#### Europa

- ✓ Angela Merkel renova o mandato na Alemanha, mas votação menos expressiva para sua coalizão torna a vida no Parlamento mais complicada
- ✓ Banco Central Europeu mantém as taxas de juros, indicando que pode dar mais detalhes sobre a redução dos estímulos na próxima reunião

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

---

A relativa tranquilidade no ambiente político que observamos em agosto pode ter dado a falsa impressão de que as soluções para os principais problemas do presidente Temer estavam endereçadas. A descoberta de que os executivos da JBS, Joesley Batista e Ricardo Saud, ocultaram informações da justiça nos seus acordos de colaboração premiada, levantou a possibilidade de que todo o acordo de delação no caso JBS fosse revisto. Caso isto acontecesse, poderia levar à invalidade de uma nova denúncia apresentada contra Temer. Esse alento abriria o espaço necessário para o governo levar adiante a reforma da Previdência de forma imediata, após a finalização dos debates da reforma política. O acordo de delação foi rescindido e os delatores perderam os benefícios. Entretanto, as denúncias vieram, não apenas aquelas relativas ao caso da JBS, mas também outras sobre supostas práticas de cobrança de propina envolvendo o PMDB, entre outros partidos.

No final de seu mandato, o então procurador-geral da República, Rodrigo Janot, apresentou duas denúncias envolvendo Michel Temer: obstrução de justiça e organização criminosa, com base nas delações da JBS e do doleiro Lúcio Funaro. O caso ficou conhecido como "quadrilhão do PMDB", composto por Michel Temer, Henrique Alves, Geddel Vieira Lima, Rodrigo Rocha Loures, Eliseu Padilha e Moreira Franco. Os denunciados teriam recebido ao menos R\$ 587 milhões em propina, em esquema com origem em 2006. Esta denúncia seguirá o mesmo rito da anterior, de corrupção passiva, apresentada em junho. Votado um relatório na Comissão de Constituição e Justiça (CCJ), a denúncia segue para o plenário da Câmara dos Deputados. O presidente Rodrigo Maia afirmou à imprensa que a denúncia será votada até o dia 23 de outubro. Há uma discussão adicional na CCJ de fatiamento entre os denunciados, separando os ministros Eliseu Padilha e Moreira Franco, o que poderia exercer maior pressão sobre Temer. Acreditamos que o presidente possui os 172 votos necessários para que tal acusação não avance para o Supremo Tribunal Federal (STF). Entretanto, o preço é crescente, cobrado através da edição de emendas parlamentares e liberação de verbas.

Paralelo à denúncia, o pedido de afastamento e recolhimento noturno do senador Aécio Neves

voltou a causar atrito entre os poderes Judiciário e Legislativo. A primeira turma do STF votou pelo afastamento do senador tucano e o Senado deverá se pronunciar. O caso gera um impasse: caso o Senado decida por rejeitar a decisão do Supremo, este deverá se pronunciar novamente, o que aumenta o desgaste e "força" o Executivo a se posicionar a favor de aliados.

Outro ponto que levantou ruído na política foi o mal-estar na base do governo. O PMDB teria filiado deputados que eram almejados pelo DEM, num movimento "fora do combinado" entre os partidos.

A agenda legislativa, no entanto, tem caminhado relativamente bem. O governo conseguiu prorrogar até o final de outubro o prazo para adesão ao REFIS (programa de renegociação tributária) e espera arrecadar até R\$ 8,8 bi pelas regras originais. O Congresso deve preparar um substituto com regras mais benevolentes aos devedores, o que pode tornar este número menor. O governo anuncia também o calendário de saques das contas do PIS/Pasep, diminuindo a idade mínima de 70 anos para 62 no caso das mulheres e 65 no caso dos homens. A estimativa é de que sejam sacados R\$ 15,9 bi até o final do ano.

No plano fiscal, os números de arrecadação no mês de agosto vieram melhores que o esperado. O déficit primário foi de R\$ 9,5 bi, menor que o esperado pela mediana do mercado de R\$ 17,5 bi. O bom número foi puxado pela arrecadação de R\$ 6 bi com precatórios, além de R\$ 3 bi com Refis. Outro ponto positivo no mês foi o leilão de quatro usinas hidrelétricas atualmente operadas pela CEMIG (Companhia Energética de Minas Gerais), com o qual a União arrecadou R\$ 12,13 bi através das outorgas, mais do que o esperado. Destaque positivo para o leilão de óleo e gás, onde o governo arrecadou R\$ 3,8 bi, um recorde histórico para o setor.

O Conselho Monetário Nacional (CMN) manteve a TJLP em 7% no último trimestre do ano, antes de sua substituição pela Taxa de Longo Prazo (TLP) no início de 2018, quando os empréstimos do BNDES acompanharão a variação dos títulos públicos indexados à inflação. Interessante notar que as taxas TJLP e Selic convergiram nestes últimos meses.

## Alocação Estratégica de Ativos

A atividade econômica apresentou melhora em seus principais indicadores. O IBC-Br, índice calculado pelo Banco Central e considerado a "prévia do PIB", teve alta de 0,41% em julho, superando a expectativa do mercado de 0,19% e acumulando 1,41% de alta em 12 meses. O maior destaque foi a produção industrial, com alta de 0,8%. Os indicadores de confiança da indústria e do setor de serviços voltam a níveis de 2014 (92,8 e 85,6 pontos, respectivamente). No lado do emprego, a criação líquida de vagas em agosto foi de 35,5 mil, com maior contribuição do setor de serviços, seguido da indústria de transformação. A taxa de desemprego caiu para 12,6% no trimestre até agosto e o país soma 13,1 milhões de desocupados. A melhora no indicador se deu essencialmente pelo mercado informal.

Na política monetária, o COPOM reduziu a taxa Selic em 1,00%, levando-a para 8,25% ao ano. O comunicado apontou que o ritmo de cortes deve ser mais moderado daqui em diante e segue vendo um cenário benigno para a inflação. O IPCA fechou o mês de setembro com alta de 0,16% (+2,54% em 12 meses), com forte deflação em alimentos e bebidas.

O cenário externo trouxe alguns destaques em

setembro. De forma geral, vimos um movimento de abertura das taxas de juros mais longas nos países desenvolvidos, com fortalecimento do dólar. Nos EUA, a geopolítica segue dominada pelas tensões com a Coreia do Norte. O país asiático voltou a realizar lançamento sobre o Japão, desafiando a Comunidade Internacional. Pyongyang chegou a dizer que Trump havia "declarado guerra" e que poderia agir com retaliações. Entretanto, ambos os líderes seguem nas demonstrações de força e declarações verbais. Domesticamente, Trump estaria próximo de implementar uma reforma tributária, com corte de impostos para a classe média, o que poderia impulsionar o consumo das famílias.

Na economia, a inflação medida pelo núcleo das despesas de consumo pessoal voltou a cair na leitura de 12 meses, em 1,3% no período fechado em agosto. A inflação baixa não tem dado pressão ao FED para subir os juros, que manteve a *FED Funds* no patamar de 1,00% - 1,25% ao ano. A expectativa do mercado para uma alta adicional na reunião de dezembro, entretanto, aumentou nas últimas semanas.

Na Europa, o destaque é a política, com eleições na Alemanha. A chanceler Angela Merkel foi reeleita e seguirá para seu quarto mandato

### 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%, com comunicado mais <i>hawkish</i> ; a inflação das despesas pessoais de consumo desacelerou de 1,4% para 1,3% nos 12 meses terminados em agosto, 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 avança com a reforma tributária e detalha principais medidas; sobe o rendimento dos títulos do tesouro americano.
Europa	Instabilidade política	Vitória de Macron na França e Angela Merkel é reeleita, embora com menor força no Parlamento (favorável a ativos de risco); Catalunha realiza referendo para independência, a tensão deve permanecer alta nas próximas semanas.
	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 política avança e segue para o Senado; votação da reforma da previdência na Câmara dos Deputados postergada para o início de novembro, devendo 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 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 a 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 pavimentação o caminho para uma Selic mais baixa.

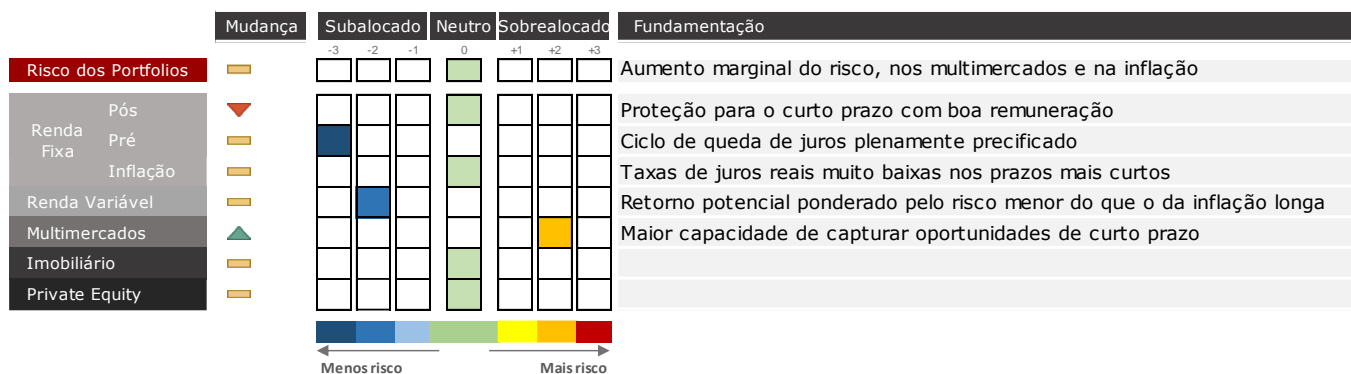
## Alocação Estratégica de Ativos

à frente da potência europeia. Entretanto, seu apoio expresso nas cadeiras do parlamento caiu, às custas da ascensão do partido de extrema direita *AfD*, que era bastante inexpressivo em termos de cadeiras no *Bundestag*. Ainda na política, tivemos na Espanha um referendo pela independência da Catalunha. Embora seja ilegal e sem efeito jurídico, o referendo acirra os ânimos no país diante do desejo de separatismo de sua província mais rica.

Na economia, os dados de atividade seguem mostrando bons números. O índice de gerentes

de compras da indústria fechou o mês em 58,1 pontos, indicando forte expansão. A inflação, entretanto, não dá sinais de alta consistente e não impõe pressão ao BCE para reduzir os estímulos.

Na China, números da economia no mês vieram fortes, com o PMI industrial alcançando a máxima do ano, em 52,4. Estes números podem ter relação com o maior controle político sobre as empresas estatais e mistas, às vésperas do Congresso do Partido Comunista, quando serão renovados diversos dirigentes chave no país.



Seguimos acreditando que Michel Temer irá completar seu mandato até as eleições de 2018. As novas denúncias da PGR contra o presidente devem ser barradas na Câmara, o que atrasará o cronograma da Reforma da Previdência. Acreditamos que uma versão diluída será aprovada na Câmara dos Deputados até novembro, seguindo para o Senado em 2018 e sendo posteriormente complementada por Leis Ordinárias. O cenário eleitoral, com ruídos já no presente, será cada vez mais importante para a direção dos ativos de risco no país. A grande questão é se o próximo presidente será alinhado com a agenda de reformas econômicas. Olhando para frente, devemos ter mais volatilidade no plano local.

Nesse sentido, diante dos prêmios já baixos da renda fixa, sobretudo nos títulos prefixados e nos títulos indexados à inflação com vencimentos de até 5 anos, e da bolsa em patamares de máxima histórica, decidimos aumentar em um passo a parcela de multimercados, que possuem maior flexibilidade para se apropriar das oscilações de curto prazo, dentro de seus mandatos de risco. Na parcela de renda fixa inflação, mantivemos o ponto neutro, com a alocação concentrada nos vencimentos intermediários das NTN-Bs (IMA-B), cujos níveis de preço ainda apresentam prêmio e sua variação está mais associada à situação fiscal e ao sucesso das reformas estruturais.

Volatilidade Esperada	Conservador		Moderado I		Moderado II		Arrojado I		Arrojado II		Agressivo	
	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%
Classe de Ativo	Estratégico	Tático	Estratégico	Tático	Estratégico	Tático	Estratégico	Tático	Estratégico	Tático	Estratégico	Tático
Renda Fixa - Pós-fixado	70%	72%	40%	44%	40%	43%	30%	33%	20%	25%	10%	10%
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%	14%	20%	28%	20%	28%	25%	35%	25%	35%	25%	35%
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

**Luis Eduardo Pinho**  
Estrategista

**Ricardo Braga**  
Gestor

**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 .