



## INFORME MENSAL – JUNHO DE 2017

### CENÁRIO MACROECONÔMICO – Riscos chineses

É fato que o “interregno benigno”, expressão criada pelo Banco Central para se referir ao período de tempo anterior à precipitação de riscos externos, vem se mostrando mais prolongado do que se imaginava. A atividade econômica global mais forte tem abrandado efeitos de possíveis mudanças de política econômica nos países centrais. Riscos políticos que eram vislumbrados no início do ano, como a saída da França e da Holanda da União Europeia, bem como a possibilidade de acirramento de conflitos no Oriente Médio e na Ásia, não vêm se confirmando ao longo dos últimos meses. Pelo menos até o momento.

O fato de termos um interregno benigno mais duradouro, entretanto, não significa ausência de riscos no horizonte. Entre os riscos ainda latentes, vale mencionar o da economia chinesa. O estoque de crédito na China está entre os mais elevados do Mundo, superando 200% do PIB chinês. Mesmo nesse nível expressivo, a perspectiva segue sendo de aumento adicional. O atual ritmo de expansão do crédito na China é próximo a 15% ante o ano anterior. Além de elevado e crescente, esse endividamento é parcialmente composto por instrumentos não bancários. Não por acaso, portanto, que a Moody's rebaixou a dívida chinesa pela primeira vez em 25 anos.

Diante dessa expansão acelerada do crédito, o governo de Xi Jinping advertiu para a necessidade de estabilidade financeira e trocou alguns dos responsáveis pela regulação bancária. Uma nova rodada de aperto de liquidez atingiu o sistema bancário paralelo. O governo elevou a taxa de juros com vistas à contenção da concessão de crédito. Ocorre que isso não apenas reduz a concessão de crédito, como também a produção industrial, as vendas do comércio varejista e os investimentos. Caso o aperto monetário persista, os investimentos em infraestrutura e imóveis também recuarão.

Quais os impactos desse contexto da economia chinesa para a economia brasileira? Primeiro, o aperto no crédito provoca a reversão no ciclo de alta global dos preços das *commodities*. A depender da evolução da economia chinesa, esses preços seguirão contidos no médio prazo. Por fim, caso se precipitem os riscos derivados da bolha de crédito, da fragilidade do sistema bancário paralelo e do endividamento elevado, assistiremos ao aumento global da aversão ao risco. Neste caso, fluxos de capitais tenderão a privilegiar ativos de baixo risco em detrimento de economias emergentes. Estamos aos riscos e oportunidades desse cenário.



Acreditamos que o CMN deveria manter inalterada a meta de inflação de 2019 em 4,5%. A experiência mostra que a conquista e a perda da credibilidade ocorrem de forma assimétrica. Enquanto a primeira se dá a duras penas e no longo prazo, a segunda acontece com facilidade e no curto prazo. Seria prudente consolidar a convergência da inflação para níveis abaixo da meta para, em anos posteriores ao de 2019, rebaixar a meta. Se e quando isso ocorrer, o BCB teria então a oportunidade de continuar o afrouxamento de sua política monetária. Seguimos atentos aos riscos e oportunidades desse cenário.

### **CARTA DO GESTOR**

Quando a calma e tranquilidade pareciam dominar o mercado doméstico, com o governo demonstrando condições de aprovar as reformas e os indicadores de inflação e atividade abrindo espaço para cortes mais agressivos da SELIC, veio a maior tormenta já vista pelo atual governo. A delação premiada de Joesley Batista e as gravações envolvendo o Presidente Michel Temer bateram com força no mercado. O abalo sofrido em todos os ativos do mercado brasileiro foi significativo refletindo a instabilidade na condução das reformas.

O Ibovespa apresentou forte volatilidade no mês de maio e encerrou o mês com desvalorização de 4,12%, aos 62.711 pontos. No ano, o principal índice da bolsa brasileira acumula valorização de 4,12%. Apesar do período de incerteza que estamos vivendo, sabemos que surgirão boas oportunidades no mercado de ações. Existem empresas com ótimos fundamentos e bem geridas, mas que inevitavelmente poderão sofrer caso o quadro de incerteza e instabilidade se agrave. Sendo assim, optamos por proteger integralmente nossa exposição em ações. Nossa carteira de ações vem apresentando desempenho acima do Ibovespa e IBX, refletindo exatamente nossa filosofia de gestão de busca por ativos com bons fundamentos e capazes de obter um bom desempenho no médio/longo prazos.

No mercado de renda fixa, a curva de juros futuros apresentou uma mudança de perspectiva extremamente significativa. Na primeira metade do mês de maio, os indicadores de atividade e de inflação corroboravam com o cenário apresentado pelo Banco Central de aceleração no ritmo de corte da SELIC. Cresciam as apostas para um corte de 125 bps na reunião do final do mês, com muitos economistas revisando seus cenários de inflação e juros para patamares cada vez mais baixos. Porém o que vimos acontecer no mercado foi o impacto do altamente improvável, quando todos os investidores estavam com o mesmo cenário, sem proteção e com possibilidade reduzida de zeragem de posições. O resultado foi uma alta na curva de juros 180 pontos em um único dia.



Assim como no mercado de ações, acreditamos que surgirão boas oportunidades de investimento nos ativos pré e pós-fixados, mas o momento é de cautela. Sabemos que NTN-Bs acima de 6,20% de taxa são muito atrativos para um portfólio de médio/longo prazo assim como ativos pré-fixados acima de 12,00% também são, estaremos atentos para aproveitar as oportunidades que o mercado nos proporcionará. Com todo o abalo sofrido pelo mercado nosso book de renda fixa apresentou desempenho superior ao mercado. Seguimos com posições de arbitragem de taxas de juros no mercado futuro e posicionados comprados na parte mais longa da curva de juros futuros.

No book de renda fixa internacional, continua difícil a curva de juros americana apresentar uma trajetória de alta. Diferentemente do que ocorre no Brasil, quando surge qualquer movimento de aversão a risco surge uma corrida por investimentos considerados "risk free", influenciando na queda dos juros futuros norte-americanos. Aproveitamos o movimento para aumentar nossa posição comprada em taxas de juros futuros de 10 anos norte americano via BM&F, com o cenário de ao menos três altas de juros em 2017.