



## CENÁRIO MACROECONÔMICO – Queda da taxa de juros no longo prazo?

A economia brasileira encontra pelo menos 2 desafios pela frente. Primeiro, o cenário internacional contempla a possibilidade de normalização de políticas monetárias em economias desenvolvidas. A depender da intensidade dessa normalização, preços de ativos de economias emergentes serão candidatos à volatilidade. Segundo, o quadro fiscal aponta para tendência de endividamento crescente nos próximos anos. Mesmo se aprovada a reforma da previdência, seus potenciais efeitos benignos serão sentidos apenas no longo prazo. Diga-se de passagem, as pesquisas eleitorais revelam preferência por possíveis candidatos contestadores das reformas atualmente propostas.

Interessante verificar que tais desafios são precificados de maneira diferenciada nas taxas de juros. A expectativa de mercado para os próximos 12 meses contempla taxa média anualizada pouco superior a 7%. Por outro lado, a expectativa de mercado para os próximos 36 meses contempla taxa pouco superior a 9%. Com isso, o diferencial entre essas 2 expectativas supera 2 pontos percentuais.

Vale notar no gráfico a seguir que esses diferenciais superiores a 2 pontos percentuais nessa comparação só foram observados em 2 episódios desde o ano de 2003. O mesmo gráfico indica que nesses 2 episódios esse diferencial superior a 2 pontos percentuais não se sustentou. Se esse histórico se repetir, o mesmo ocorrerá com o diferencial corrente. A dúvida é se esse diferencial seria reduzido por meio do aumento das expectativas de taxas de juros para os próximos 12 meses, ou por meio da queda das expectativas de taxas de juros para os próximos 36 meses.

Em nossa opinião, a primeira hipótese é a correta: o diferencial de taxa de juros deve ocorrer por meio do aumento das expectativas de taxas de juros para os próximos 12 meses. Alguns argumentos corroboram essa visão. Primeiro, entendemos que os 2 desafios mencionados no início de nossa mensagem não estão plenamente precificados pelo mercado. Segundo, o próprio Banco Central indica que a conjuntura econômica corrente prescreve política monetária estimulativa, com taxas de juros abaixo da taxa estrutural. Ou seja, o Banco Central indica que a taxa básica de juros será elevada no longo prazo. Seguimos atentos aos riscos e oportunidade desse cenário.





## CARTA DO GESTOR

Outubro foi mais um mês de otimismo para os principais mercados internacionais, com o arrefecimento da crise geopolítica entre Estados Unidos e Coréia do Norte. Além disso, o plano de reforma fiscal de Donald Trump em tramitação no congresso norte americano tem melhorado as perspectivas de crescimento da economia dos Estados Unidos e impulsionado as principais bolsas mundiais. O contraponto é a atual política de juros adotada pelo Federal Reserve e o ritmo de aperto monetário que será implementado pelo Banco Central ao longo de 2018, pois uma aceleração no ritmo de aumento de juros poderá resultar em uma redução do fluxo de investimentos em renda variável, em especial para os mercados emergentes. No Brasil, apesar do mês de outubro ter registrado saída de recursos de investidores estrangeiros de R\$ 1,3 bilhão, o fluxo de investimentos externos na bolsa brasileira continua extremamente forte, com saldo positivo de R\$ 12,9 bilhões em 2017.

No mercado de renda fixa local, o Banco Central cortou novamente a taxa de juros na última reunião do COPOM em 0,75%. Pelo comunicado divulgado, o ritmo de cortes deve ser reduzido para 0,50% na próxima reunião e fica a dúvida com relação ao fim do ciclo de afrouxamento monetário. Com isso, os investidores ajustaram suas posições e a parte mais curta da curva de juros continuou cedendo. Já os vencimentos mais longos registraram forte alta, com perspectivas de piora no quadro fiscal do país e dúvidas com relação à aprovação da reforma da previdência. Mantivemos algumas posições pré-fixadas na parte mais curta da curva, através de posições de trava de DI futuros e posições de arbitragem ao longo de toda a curva.

No mercado de renda variável, a bolsa brasileira atingiu um patamar relativamente alto ao longo dos últimos meses. O aumento dos preços das ações significa um aumento da confiança na economia (fluxo) e na capacidade das empresas gerarem melhores resultados (fundamentos). Ao mesmo tempo em que as cotações sobem, os investidores e gestores se sentem mais confiantes de que suas estratégias estão funcionando. Aproveitamos o movimento dos últimos meses para alterarmos nossas posições, dado que algumas ações atingiram seu preço alvo. Seguimos ativos na carteira de renda variável, em busca de empresas com *valuations* atrativos.

Já no mercado de renda fixa internacional, a expectativa da escolha do novo presidente do Federal Reserve provocou forte alta na curva de juros futuros dos Estados Unidos. A escolha de Jerome Powell para substituir Janet Yellen foi vista pelo mercado como uma continuidade da atual política monetária. O desafio agora será a reforma fiscal que tramita no congresso norte americano e suas consequências para a economia. Seguimos posicionados comprados em taxa de juros de 10 anos (via BM&F), com expectativa da continuidade do ciclo de aperto monetário, apesar de termos reduzido à posição decorrente da alta dos últimos meses.