

CARTA MENSAL DE NOVEMBRO
2017

1º novembro,

*“So let the good times roll
Let the good times roll
I don't care if you're young or old
Get together, let the good times roll”¹*

SUMÁRIO EXECUTIVO

Por que as bolsas globais têm subido consistentemente apesar das incertezas no mundo e dos *valuations* generalizadamente esticados?

Primeiro em função da política monetária das economias desenvolvidas. Com *bonds* caros, investidores continuam dispostos a pagar um preço, se não caro, justo, por ações, porque representam uma das poucas opções de investimento com retorno decente.

Segundo, há otimismo com relação ao crescimento global sincronizado, mas não se espera expansão rápida e, conseqüentemente, contração econômica, que geralmente causam *bear markets*. Adicionalmente, a inflação deve continuar muito baixa nos países desenvolvidos; o desejo dos bancos centrais de levá-la a 2% pode fomentar bolhas.

Terceiro, preços insustentáveis nos picos de 2000 e 2007 foram precedidos pelo achatamento significativo das curvas de juros, sinal negativo a respeito das perspectivas econômicas, e aumentos acentuados nos *spreads* de crédito. Nenhuma dessas condições está presente no momento.

Quarto, o Índice Sharpe, que estima o retorno ajustado por risco (quanto menor, melhor), para as ações nos EUA é de cerca de 4,5x nos últimos 12 meses, melhor que 99,7% do tempo desde 1900 (!)

Quinto e não menos importante, o ânimo dos investidores não pode ser descrito como eufórico. Uma das possíveis razões é que o fluxo líquido para ações foi de aproximadamente \$120 bilhões nos últimos três anos, comparativamente a \$275 bilhões nos três anos que antecederam o pico do último *bull market*. *Bears* convictos perderam (pelo menos em parte) a alta das bolsas e ainda há, na margem, caixa a ser investido em ações.

Por esse *bull market* (que já dura o dobro do rali de 2003-2007) não ter sido aproveitado por todos é o que o torna apático. A hora de se tornar cauteloso é quando todos se tornarem eufóricos. Por ora, *let the good times roll*.

¹ *Let the Good Times Roll*, de autoria de Sam Theard e Fleecie Moore, é uma canção jump blues originalmente gravada em 1946 por Luis Jordan e seu *Tympany Five*. No link abaixo, a versão de BB King.
<https://www.youtube.com/watch?v=DYB5vLzEHvI>

EUA. A passagem da votação do orçamento pelo Senado norte-americano no mês passado criou expectativas para a aprovação do projeto fiscal dos Republicanos no próximo ano. Como atualmente está, a resolução do Senado contempla corte de até \$1,5 trilhão em impostos. Um dos elementos chave do plano é o corte na taxa básica de imposto corporativo de 35% para 20%. A Goldman Sachs estima que cada um ponto percentual de queda na taxa corporativa adiciona um dólar para os lucros esperados do S&P500, o que significa um crescimento de 11,5% nos lucros estimados para o próximo ano, o que pode dar fôlego adicional às bolsas nos EUA. O cronograma de aprovação, no entanto, é questionável. Há várias dúvidas e a complexidade das questões gerará muito debates nos próximos meses.

Jerome Powell, membro do FED e atual favorito, John Taylor, economista da Universidade de Stanford, ou Janet Yellen no comando do FED? Mas independentemente de quem estará no comando do FED, espera-se que o curso da política monetária não seja alterado no médio prazo. No próximo ano, o FED deverá continuar a aumentar gradualmente as taxas de juros de curto prazo os quais permanecerão em níveis historicamente baixos, e reduzir gradualmente o tamanho de seu balanço.

Yellen, apesar de supervisionar uma economia com baixo desemprego e baixa inflação (os dois principais mandatos da autoridade monetária, nunca foi a favorita para um segundo mandato, principalmente por causa da política – ela é Democrata – mas há precedentes: Paul Volcker foi nomeado por Jimmy Carter e confirmado para o segundo mandato por Ronald Reagan; Alan Greenspan, indicado por Reagan conseguiu por Bill Clinton o terceiro mandato; e Ben Bernanke, escolhido por George W. Bush, teve o segundo mandato confirmado por Obama.

Taylor é o preferido dos Republicanos conservadores e poderia levar o FED a definir as taxas de juros de acordo com a regra que leva o seu nome, com o argumento que produziria melhores resultados por causa da consistência e transparência. Taylor, caso escolhido, não deve aplicar a fórmula de forma doutrinária, mas o FED, sobre seu comando, pode significar uma normalização mais agressiva das políticas em relação à taxa de juros e redução do tamanho do balanço que o atualmente imaginado pelo FOMC.

Presidentes, obviamente, preferem nomear membros de seu próprio partido que estão mais de acordo com suas políticas. Isso torna Powell, que também tem o apoio do Secretário do Tesouro Mnuchin, o favorito. Powell tem apoiado generalizadamente as políticas do FED e sua nomeação deverá ser neutra para os mercados.

De qualquer forma, provavelmente a grande mudança na política do FED não será vista até a próxima turbulência nos mercados financeiros e/ou na próxima desaceleração econômicas.

Zona do Euro. O Banco Central Europeu reduziu as compras, principalmente de títulos governamentais, de 60 bilhões para 30 bilhões de euro para os próximos nove meses. Uma redução mais lenta empurrou as expectativas da primeira elevação das taxas de juros na Zona do Euro para pelo menos o 1T19.

China. O Congresso do Partido Comunista é um evento mais político que de políticas econômicas. O último que se encerrou na semana passada, anunciou novos líderes, mas pela primeira vez em uma geração, o comitê não incluiu um novo líder que possa ser preparado para ser o claro herdeiro de Xi Jiaoping. Isso rompeu com as convenções que permitiu mudanças na liderança relativamente estáveis desde Deng Xiaoping e revela a predisposição de Xi em romper com as instituições. Os efeitos não devem ser relevantes no curto e médio prazos, mas o nível de incerteza aumenta no longo prazo.

Os dados recentes de crescimento da China confirmaram o quadro descrito por Xi no congresso, mas foram alcançados graças ao crescimento dos gastos do governo e dívidas bancárias. Zhou Xiaochuan, diretor do banco central chinês, alertou durante esse mesmo congresso para os riscos dessa política ao relembrar as bolhas de crédito do passado.

Brasil. Presidente Temer venceu na Câmara a segunda denúncia do ex-PGR Janot. A pressão sobre o Governo acabou, mas resta saber quão grande foi o desgaste e quanta munição há em estoque para as aprovações das reformas econômicas, em especial a da Previdência.

Conforme esperado, o Copom cortou a taxa Selic em 75bps para 7,5%a.a. Após quatro cortes consecutivos de 100 pontos base. O comunicado do Copom, confirmado pela ata, sugeriu que em dezembro o corte será de 50bps, mas deixou a decisão em fevereiro em aberto.

No lado da macro e da microeconomia, as notícias continuarão positivas. Vários indicadores econômicos, e.g. expectativas do setor industrial da CNI e da FGV, queda na taxa de desemprego, e os resultados das empresas têm confirmado uma contínua melhora nas perspectivas de crescimento.

Graças ao papel gigantesco exercido pelos bancos centrais, são os mercados de créditos que têm comandado o show. Para se ter alguma ideia de quando a luz amarela acenderá no *bull market* acionário, vale acompanhar o mercado de dívida corporativa (quando as bolsas atingiram o pico em outubro de 2007, o mercado de crédito já havia começado a declinar) e prestar atenção nas curvas de juros. Eventual achatamento das curvas de juros pode emitir um sinal negativo a respeito da economia global e finalmente puxar os *spreads* de crédito.

Mas desde a crise financeira, a lição que tem sido (duramente) digerida por parte dos investidores é que o fluxo para *bonds* continua imenso e para gerar *yield* é necessário ir para ativos de risco. Este é o tipo do mercado onde más notícias se encontram com grande resiliência.