

Carta Mensal

Janeiro de 2018

BOAS FESTAS!

Caro (a) Cliente,

Enviamos a você nossa última publicação de 2017.

A equipe de Economia & Estratégia do **Santander Private Banking** deseja que este novo ano seja repleto de realizações e que, lado a lado, possamos construir um período de grandes conquistas.

Frente ao elevado dinamismo do mercado financeiro, queremos continuar a assessorá-los nas decisões de alocação de seus recursos da melhor forma possível, atentos às oportunidades e avaliando os riscos de maneira criteriosa.

Ficamos à disposição.

ECONOMIA & ESTRATÉGIA

O AMBIENTE ECONÔMICO PARA INVESTIMENTOS

Nesta última carta de 2017 planejamos fazer um breve apanhado dos eventos mais relevantes vividos no campo econômico e político, e apresentamos as perspectivas para 2018.

INTERNACIONAL - 2017

Na conjuntura internacional, o início do mandato de Donald Trump foi marcado por muitos atritos e desconfianças sobre o processo eleitoral que o levou à presidência dos Estados Unidos, conforme amplamente noticiado, o que deteriorou seu capital político e impossibilitou a revogação do atual sistema de saúde, comumente conhecido como “*obamacare*”. Isso suscitou dúvidas sobre sua capacidade de levar adiante outras reformas prometidas ao longo de sua campanha, como a tributária, mas que, ao fim e ao cabo, acabou prosperando e realimentando o bom humor dos mercados.

Na seara geopolítica, Trump manteve uma postura beligerante com algumas das principais lideranças do globo, mas de maneira mais amena do que se supôs na época das eleições, em particular em relação à China. Ainda na Ásia, a Coreia do Norte ampliou seus testes balísticos e apresentou amplo armamento nuclear, o que resultou em declarações agressivas de Donald Trump, mantendo certa tensão no mundo. Esse vaivém provocou turbulência nos mercados, mas não chegou a ditar a tendência dos ativos.

Na Europa, muitas das preocupações políticas não se materializaram, com vitórias importantes do centro político na Alemanha e na França, o que minimizou os receios de radicalização. De todo modo, as correntes mais extremas, embora não dominantes, continuam crescendo.

O “*Brexit*” foi um tema presente, mas que não impactou os mercados de maneira importante. Sua condução através da primeira ministra, Theresa May, obteve relativo sucesso em relação à contenção de maiores ruídos.

Na China, o 19º Congresso do Partido Comunista fortaleceu a liderança de Xi Jinping. O premiê deixou clara suas pretensões de poder global, pregando a solidez de seu modelo econômico com Estado forte e grandes empresas e bancos estatais liderando o projeto de desenvolvimento a partir de um planejamento central. Há, no entanto, maior foco na governança, exigindo eficiência, honestidade e meritocracia na gestão dessas entidades públicas. Os polos de capitalismo são enaltecidos e é reconhecida a importância dos mesmos para dinamizar a economia e os ganhos de produtividade, porém em convivência com os entes estatais.

Em âmbito conjuntural, o crescimento se fortaleceu no mundo, com números bastante fortes nos Estados Unidos, além de uma aceleração importante na Europa. Tanto o consumo quanto os investimentos demonstram boa dinâmica, impactados pelos estímulos monetários que fluem de maneira mais ampla. O mercado de trabalho passa por franca melhora nos Estados Unidos, com as taxas de desemprego caindo para patamares mínimos. Não só a Alemanha também convive com baixíssimo desemprego, como a taxa média de toda a região do Euro é hoje substancialmente inferior aos picos de anos

anteriores. A criação de vagas de trabalho tem ajudado a manter o consumo das famílias robusto em todo o continente.

No Japão o crescimento também começa a se consolidar depois de muito tempo, o que dá cada vez mais respaldo para a gestão de Shinzo Abe. O premiê convocou eleições antecipadas e legitimou seu poder para dar sequência às reformas e as políticas econômicas. No campo militar, em função das ameaças da Coreia do Norte, o país também pretende dar alguns passos.

Na China, os indicadores de atividade mostraram algum arrefecimento, mas totalmente compatível com a desaceleração já esperada e até necessária para manter o equilíbrio econômico no país. As políticas para reduzir os excessos de capacidade em alguns setores, diminuir a alavancagem e reduzir o chamado “*shadow banking*”, continuam em curso e são operadas de maneira eficiente sem gerar grandes sobressaltos. O mercado continua confiando na capacidade do governo de operar essa transição da melhor maneira possível, apesar de reconhecer os diversos desequilíbrios existentes.

Em que pese toda essa conjuntura de crescimento robusto no mundo, a inflação ainda não respondeu como esperado, ensejando grandes debates. A academia e os principais analistas de mercado exploraram em diversos artigos as potenciais razões para a baixa sensibilidade da inflação ao crescimento, com vários argumentos pertinentes, mas nenhum definitivo. O consenso entre os bancos centrais ainda é de que a recuperação do PIB e do mercado de trabalho vai impactar os preços ao consumidor, ainda que de forma retardada, o que, no caso dos EUA, já vem justificando a alta dos juros iniciadas ainda em 2016, e que continuam. A redução do balanço

do *Federal Reserve* (Fed) — a reversão do chamado *quantitative easing* — já está posta, e deve prosseguir de maneira gradual. Por outro lado, a expansão dos estímulos ainda prossegue no Japão, Reino Unido e Zona do Euro, o que mantém a liquidez global bastante ampla.

CENÁRIO - 2018

O vigor dos indicadores econômicos, com ampla disseminação setorial e geográfica, desautoriza a antecipação de qualquer crise iminente. Portanto, o mais provável é que o crescimento siga forte e em aceleração na comparação com 2017. O PIB mundial deve expandir 3,7% em 2018, contra 3,6% neste ano e frente a 3,2% em 2016. À luz dos dados de hoje, a sensação é de que a política monetária no mundo funcionou!

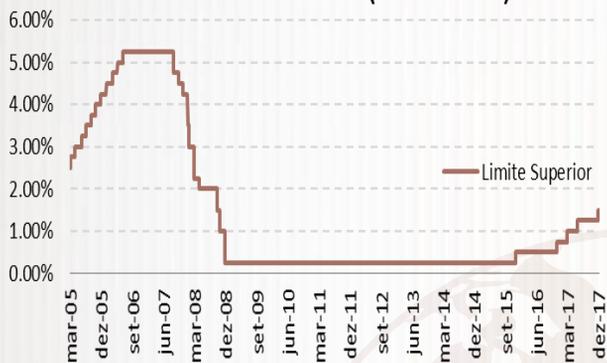
Projeções	2016	2017	2018	2019
Crescimento mundial	3,2%	3,6%	3,7%	3,7%
Estados Unidos	1,5%	2,2%	2,3%	1,9%
Zona do Euro	1,8%	2,1%	1,9%	1,7%
Alemanha	1,9%	2,1%	1,8%	1,5%
Reino Unido	1,8%	1,7%	1,5%	1,6%
Japão	1,0%	1,5%	0,7%	0,8%
China	6,7%	6,8%	6,5%	6,3%

Fonte: FMI

Nos Estados Unidos, a taxa básica de juros deve sofrer entre 3 e 4 aumentos adicionais de 0,25 ponto percentual, o que ainda pode ser considerada uma trajetória gradual e compatível com a manutenção das boas condições de liquidez. Na Zona do Euro não é previsto nenhum aumento dos juros, mas as compras de ativos pelo Banco Central devem se encerrar em setembro, como já indicado. No entanto, dada a robustez da atividade por lá, o Banco Central Europeu terá que contemplar cada vez mais em sua

comunicação os riscos de emergência de um cenário inflacionário, deixando aberta a eventual necessidade de retroceder nos estímulos monetários.

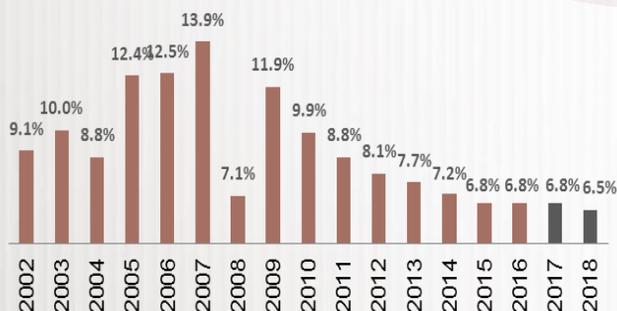
Estados Unidos Taxa Básica de Juros (Fed Funds)



Fonte: Bloomberg

Na China o crescimento deve ficar entre 6% e 6,5%, mantendo o ritmo de desaceleração dos últimos anos. As taxas de juros podem sofrer algum aumento na medida em que se busca conter os excessos no mercado de crédito, e o ajuste fino do setor imobiliário tentará manter um certo ritmo, a fim de assegurar os investimentos.

China Evolução do PIB



*Projeção

Fonte: FMI

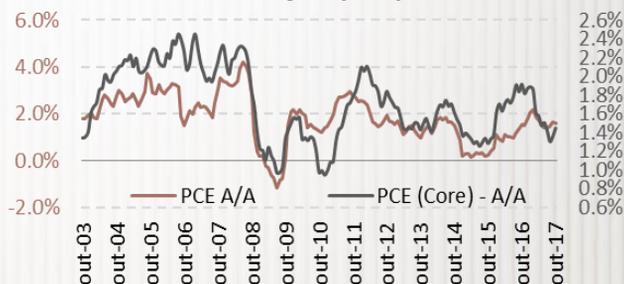
RISCOS

Mais do que o cenário básico para 2018, já bastante consensual entre os economistas, é importante discutirmos sobre os riscos para o ano seguinte. O aumento ou a diminuição da probabilidade de determinados eventos é o que trará as oportunidades e indicará as melhores alternativas para a proteção e diversificação dos investimentos.

Um risco muito discutido, mas de difícil ponderação, diz respeito às tensões militares e geopolíticas envolvendo a Coreia do Norte, o Iran e os atos terroristas no mundo. Sobre estes, temos pouco a acrescentar, senão a necessidade de acompanhamento contínuo para um eventual ajuste de posicionamento.

Provavelmente o risco mais importante é a irrupção de pressões inflacionárias, que podem surgir de maneira impetuosa, exigindo aperto agressivo de política monetária. Um aumento mais forte dos juros no mundo acabaria deflagrando grandes movimentos de capitais e muita volatilidade nos mercados globais, em particular nas economias em desenvolvimento. A existência de inúmeras empresas no mundo que só sobreviveram até hoje devido aos baixíssimos custos de captação, teriam um fatal encontro com a realidade, levando-as à bancarrota.

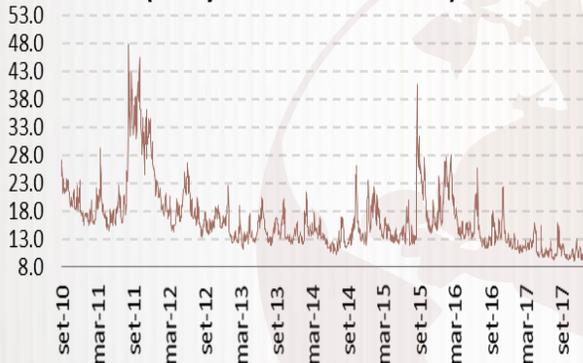
Estados Unidos Inflação (PCE)



Fonte: Bloomberg

Se hoje ainda não há inflação de bens na economia real, o mesmo não pode necessariamente ser dito dos ativos financeiros. As bolsas de valores estão nas máximas históricas em alguns casos, como o S&P-500 nos EUA, e os spreads de crédito encontram-se nas mínimas. Pensando na estabilidade do sistema financeiro, os níveis de volatilidade extremamente baixos certamente fazem com que os modelos de gestão subestimem os riscos, permitindo posicionamentos exagerados que, à menor necessidade de reversão, poderiam desencadear grandes oscilações.

Volatilidade Implícita S&P-500 (VIX) (Proxy de aversão ao risco)



Fonte: Bloomberg

A alavancagem financeira não é alta nas instituições bancárias, até mesmo devido à forte regulação que emergiu após a crise de 2008, mas isso não significa que não possa haver excessos no sistema. Tirando a explícita alavancagem na China que já vem sendo endereçada (mas sem garantia de sucesso), em alguns setores da economia americana (como o imobiliário comercial e o crédito estudantil) não há ação direta para conter aparentes desequilíbrios. No entanto, o poder de se espriar pela economia diante de eventual debacle não tende a ser tão significativo nestes casos.

Talvez o exemplo mais saliente dos exageros na busca por maiores retornos, dado o baixo

custo de oportunidade no mundo, seja o comportamento do *Bitcoin*. Com alta de mais de 1.500% no ano, os movimentos diários superam 15% para cima ou para baixo. O mercado de *criptomoedas* é relativamente pequeno (cerca de US\$ 500 bi) se comparado ao tamanho do mercado de capitais global, mas sua derrocada pode contaminar outros ativos via esmorecimento da confiança.

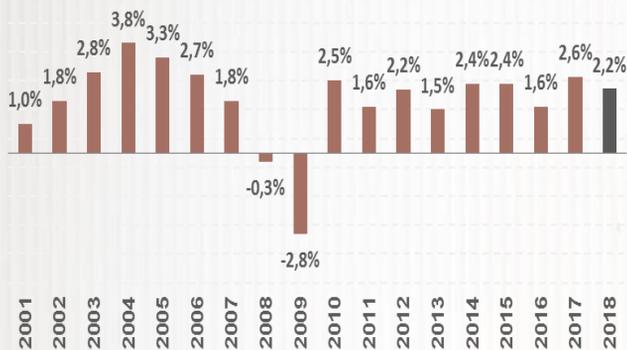
Bitcoin (em US\$)



Fonte: Bloomberg

Outro receio em debate advém do fato de o ciclo de expansão econômica nos EUA já estar entre os mais longevos da história. E, se não por outra razão, muitos acreditam que os ciclos tendem a “morrer” pela idade. O problema é que se houver essa ameaça, o pânico será grande, pois não haverá instrumento para combater uma eventual recessão, dado que os juros já estão muito baixos e a política monetária não terá efeitos marginais relevantes. Um argumento para minimizar as preocupações com a extensão do período de crescimento norte-americano se comparado às recuperações anteriores, é que a taxa de expansão média do PIB foi bem mais baixa desta vez (cerca de 2%, contra 3%). Porém, é importante lembrar que o avanço da produtividade do país nos últimos tempos é cerca de 1/3 da observada anteriormente a 2010. Logo, é razoável admitir que o crescimento potencial de hoje é também mais baixo, provavelmente inferior a 2%.

Evolução do PIB (Estados Unidos)



*Projeções do Banco Santander

Fonte: Bloomberg

Na China, os riscos são de que o governo seja incapaz de conduzir de forma organizada as correções estruturais necessárias, levando a uma desaceleração abrupta da economia e impactando todos os países emergentes.

BRASIL - 2017

O ano de 2017 foi marcado pela consolidação da mudança no regime de política econômica, iniciado após o impeachment em 2016. A racionalidade nas medidas que avançaram no Congresso Nacional (reforma trabalhista, terceirização, criação da TLP, flexibilização das regras de exploração do pré-sal, etc), pavimentaram o caminho para que a economia voltasse a florescer. A condução firme da política monetária continuou contribuindo para a ancoragem das expectativas de inflação, o que, aliado à larga ociosidade dos fatores de produção — simbolizada pelo alto desemprego —, levou a uma queda expressiva da inflação efetiva. Não se pode deixar de mencionar, neste caso, a contribuição bastante importante da queda dos preços de alimentação, o que não é algo que deve se repetir.

IPCA-15 (Acumulado em 12M)

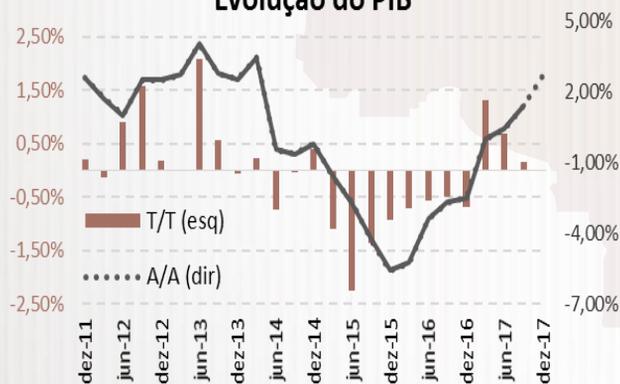


Fonte: Bloomberg

O IPCA encerrará o ano abaixo de 3% (contra 6,41% em dezembro de 2016) e o PIB deve expandir-se em 1%, após queda de 3,5% em 2016. O consumo das famílias dá a maior contribuição para o crescimento, sustentado pela melhora relativamente rápida do mercado de trabalho, a elevação da renda real e o

avanço do crédito à pessoa física. Os investimentos também começam a se recuperar, embora de forma menos evidente, registrando alta pela primeira vez após 15 trimestres de contração. Do lado da oferta, a indústria ainda patina, mas primordialmente em função do mau desempenho da construção civil, já que a indústria de transformação dá sinais mais claros de retomada. O segmento automotivo é outro que apresenta desempenho bastante satisfatório, estimulado tanto pela demanda interna quanto pelas exportações. Por fim, o setor de serviços avança com boa regularidade, enquanto o PIB agrícola subiu muito fortemente no primeiro trimestre, sofrendo recuos posteriormente.

Brasil Evolução do PIB

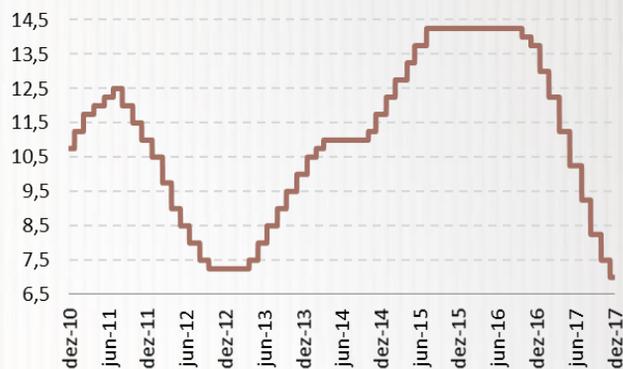


Fonte: Bloomberg

Em função da baixa inflação, a taxa Selic encontrou espaço para forte queda, chegando a 7% ao ano em dezembro, diminuição de mais de 700 pontos básicos neste ciclo de afrouxamento monetário. Os juros reais encontram-se perto das mínimas históricas, constituindo mais um driver importante para o crescimento.

No que diz respeito às contas externas, o balanço de pagamentos parece mais sólido do que nunca com redução relevante do déficit em transações correntes (de 1,3% para 0,5%, em percentual do PIB), forte saldo positivo na

Evolução da Taxa Básica de Juros - % (Selic)



Fonte: Bloomberg

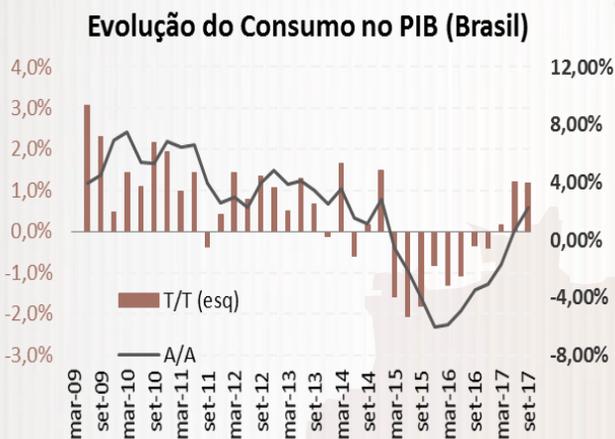
balança comercial (US\$ 66 bilhões em 12 meses) e manutenção de significativos aportes de investimentos diretos de estrangeiros. Tudo isso, sem contar os US\$ 380 bilhões em reservas internacionais.

Na seara política, não faltaram no ano de 2017 eventos que acabassem, direta ou indiretamente, elevando a volatilidade nos mercados financeiros. O mais notável deles foi quando, em 17 de maio, vieram à tona os áudios que subsidiaram as delações dos irmãos Batista, do grupo J&F, implicando o Presidente da República. Com isso em vista, a Procuradoria Geral da República (PGR) emplacou duas denúncias contra Michel Temer, que acabaram não sendo admitidas pelos deputados. O governo despendeu muita energia para contornar a situação, postergando parte da agenda de reformas para 2018.

CENÁRIO DOMÉSTICO - 2018

Já está encomendada uma aceleração adicional do crescimento do PIB, para algo acima de 3%. A demanda reprimida, em função da abalada confiança durante os anos de recessão e alto desemprego, começa a ser liberada, dando impulso ao consumo. Ademais,

permanecem em 2018 os bons condicionantes já presentes em 2017 (recuperação do crédito, renda e emprego). Adicionalmente, os níveis extremamente deprimidos da Selic começam a ter maior impacto sobre o custo dos empréstimos e reduzem o comprometimento de renda, liberando espaço no orçamento familiar.

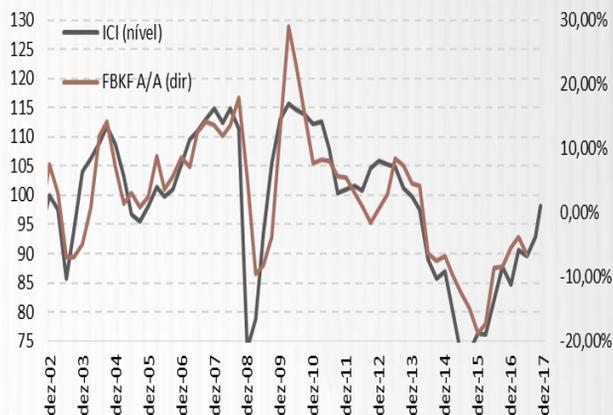


Fonte: Bloomberg

Os investimentos tendem a se acelerar, embora as incertezas políticas possam gerar alguma limitação. A confiança do empresário já retoma a níveis compatíveis com a expansão de, pelo menos, 5% dos investimentos, o que não é nada surpreendente, dado a queda de quase 30% vivida nos últimos anos. Os juros reais próximos a 3% também são um potente estímulo que vai maturar de maneira mais evidente à frente. A melhora no marco regulatório está atraindo interesse nos projetos de concessões em infraestrutura, com grande potencial de mobilização de recursos. Importante lembrar que a alta ociosidade da indústria conspira contra a retomada dos investimentos, mas cremos que há muita heterogeneidade entre os setores, principalmente na infraestrutura, que possui vários gargalos.

A contribuição das exportações líquidas para o PIB deverá ser reduzida em 2018 quando comparada a 2017. Dois fatores vinham

Confiança do empresário Vs Investimentos no PIB

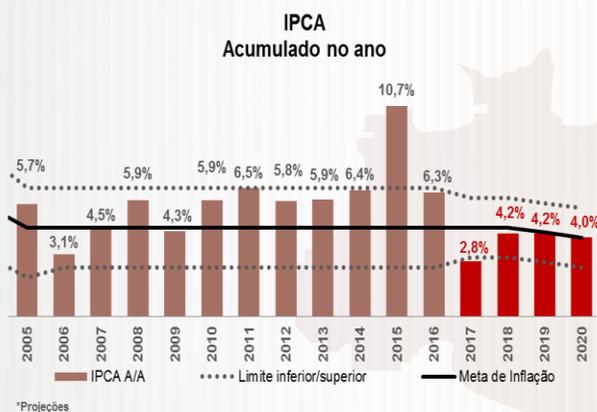


Fonte: Bloomberg

contribuindo para o avanço deste componente, o primeiro sendo a produção agrícola que, em função de uma safra recorde de produtos primários, acabou por colaborar para um saldo superavitário bastante expressivo na balança comercial. Além disso, a melhora econômica vivenciada por alguns países próximos elevou sobremaneira as exportações, sobretudo de veículos e peças automotivas. Isso ainda poderá continuar colaborando para bons resultados comerciais em 2018, mas em menor magnitude. Por outro lado, há a possibilidade de ocorrência do fenômeno La Niña durante o primeiro semestre do próximo ano, o que dificulta um cenário de safra tão benigno como o visto em 2017.

Mesmo em cenários alternativos, aqueles em que consideramos incertezas ainda maiores, talvez devido a não aprovação da reforma da previdência, ou à proeminência de algum candidato populista na campanha eleitoral, não enxergamos mudança tão significativa nas projeções de crescimento. O PIB poderia ficar mais próximo a 2,5%, o que não é ruim. Mais difícil, entretanto, será manter este ritmo de 2019 em diante, quando os fatores cíclicos já tiverem se exaurido.

Vemos a inflação controlada em 2018, devido à demanda ainda em um nível muito deprimido em relação à capacidade de oferta da economia, em um contexto de clima aparentemente bem controlado e, portanto, sem choques de alimentação. A manutenção das expectativas inflacionárias em patamares baixos é outro elemento relevante na contenção de reajustes maiores nos preços ao consumidor. Projetamos um IPCA de 4,2% no próximo ano, portanto abaixo do centro da meta (de 4,5%).

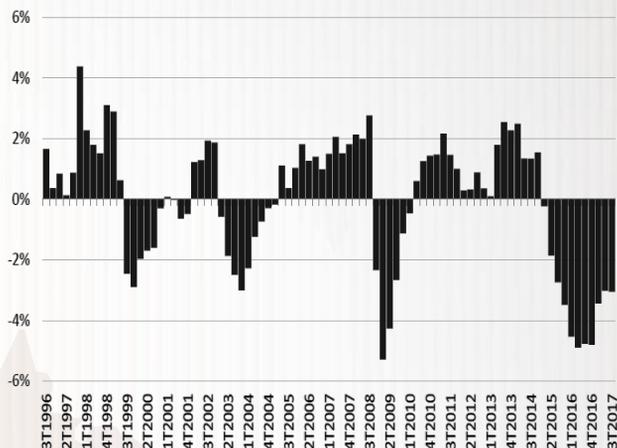


Fonte: Bloomberg

Quanto à taxa Selic, apesar de não acharmos adequado, entendemos que o Banco Central irá baixá-la mais uma vez, para 6,75%, dada a sinalização de que pretende fazê-lo. No entanto, cremos que é difícil a permanência dos juros básicos nestes níveis por tempo indeterminado. Nos parece mais provável que, passada a eleição, algum ajuste de alta seja imediatamente necessário, começando um ciclo que deve terminar ao redor de 9% no ano seguinte. Avaliamos que, a partir de meados de 2018, confirmadas nossas expectativas de crescimento, as projeções estejam apontando um IPCA acima da meta em 2019. Isso exigiria o início do aperto monetário antecipado devido às defasagens de seu impacto sobre a economia. Acreditamos que a ociosidade dos fatores de produção (Capital físico e trabalho) é grande hoje, mas em dimensão bastante inferior ao que sugerem a grande maioria dos analistas. Sendo assim, é provável que o

chamado hiato do produto (uma espécie de medida do descasamento entre oferta e demanda agregadas) já esteja quase fechando no final do ano que vem.

Evolução do Hiato do Produto



Fonte: Ministério da Fazenda

Nas contas externas devemos verificar um tênue aumento do déficit em transações correntes ao longo de 2018 sem, no entanto, causar qualquer efeito nocivo à economia. O reaquecimento da economia deverá elevar as importações, reduzindo os expressivos superávits vistos na balança comercial. Ademais, a melhora econômica também poderá aumentar as remessas de lucros e dividendos por parte das multinacionais, assim como os gastos de brasileiros com turismo no exterior. Por outro lado, os investimentos diretos no país seguirão ainda muito robustos, gerando sobras no balanço de pagamentos.

No campo político, as eleições entram na pauta de modo cada vez mais firme, trazendo muitas incertezas. Há inúmeros candidatos em potencial, sendo que hoje dois nomes despontam nas pesquisas de intenção de votos.

Jair Bolsonaro (PEN), segundo colocado, representa a direita conservadora mais no âmbito dos costumes, porém não tem uma agenda econômica liberal, demonstrando

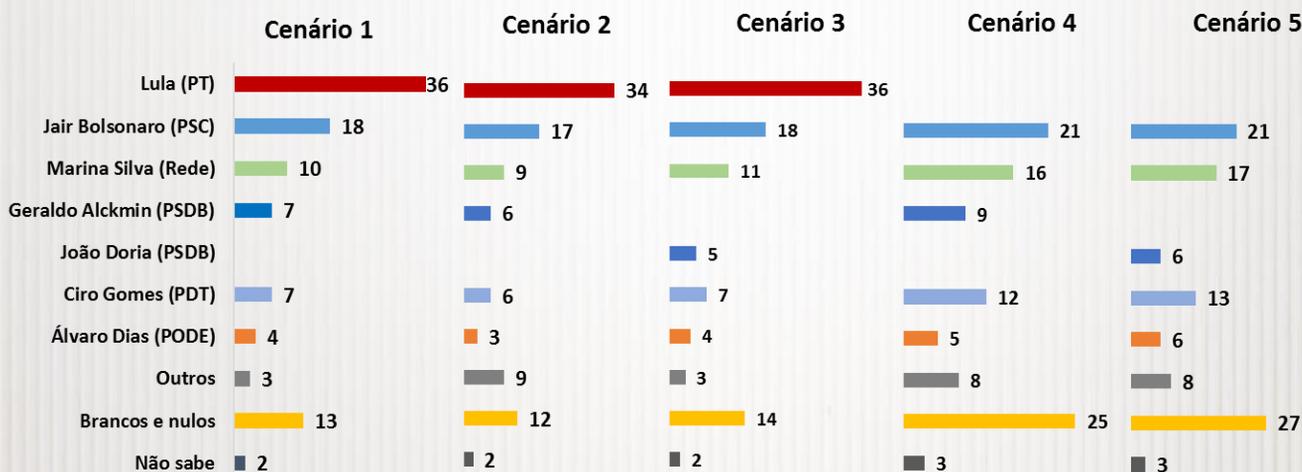
simpatia por medidas intervencionistas na economia. Há algum aceno aos mercados, com a assessoria de economistas mais ortodoxos, mas permanecem muitas incertezas sobre a capacidade de mudar suas convicções. Talvez o maior apelo de Bolsonaro esteja na postura de combate à corrupção e à violência. Em relação a esta última, no entanto, perderá o monopólio do discurso, tão logo outros candidatos comecem a mostrar programas de governo e medidas já realizadas com bons resultados em termos de segurança pública.

Quanto ao ex-presidente Lula (PT), líder com folga nas pesquisas, repousam dúvidas sobre a viabilidade de sua candidatura devido aos problemas com a justiça. O julgamento em segunda instância para confirmar ou não a sua condenação na Vara de Sérgio Moro, já está marcado para janeiro. Muitos recursos jurídicos são cabíveis segundo analistas do meio, o que protelaria bastante a definição do processo. No entanto, o fato de tudo começar tão cedo reduz as chances de Lula estar na cédula. De toda forma, não se pode descartar que ele continue em campanha por muito tempo, aumentando paulatinamente a capacidade de transferência de votos se sua candidatura for efetivamente impugnada pelo TSE. O ex-presidente concedeu entrevistas recentemente já demonstrando um perfil menos radical, mas seu perfil ideológico certamente não está alinhado com a ampla

agenda de medidas que vem mudando o regime econômico nos últimos tempos.

Ao centro, há especulação sobre vários nomes, mas obviamente a posição mais consolidada é a do Governador de São Paulo, Geraldo Alckmin (PSDB). Dispondo de uma máquina partidária robusta, sua experiência e comedimento podem ser bons aliados. No entanto, as divisões internas no PSDB, emblemáticas pela falta de unidade no apoio à reforma da previdência, são um entrave. Neste ambiente, outros nomes emergem como defensores mais convincentes do legado econômico da atual gestão. Isso possibilita um amparo importante do governo em um momento em que os recursos eleitorais serão mais escassos e, portanto, alianças que permitam mais tempo de televisão e habilitem a participação em grandes eventos públicos, como lançamentos de programas e obras sociais, serão fundamentais.

Além do nome de Henrique Meirelles (PSD), que poderia ser um candidato governista natural, no espectro ideológico de centro há outras alternativas sempre presentes no debate público. Isso inclui os chamados outsiders da política, como Luciano Huck e Joaquim Barbosa.



Enfim, mantemos a nossa visão de que a recuperação econômica será um grande cabo eleitoral, principalmente se a melhora no mercado de trabalho com inflação controlada continuar. Sendo assim, as coalizões que defendem a manutenção da agenda de reformas devem acabar prevalecendo. Obviamente que essa não é somente uma eleição para debate econômico, sendo necessários programas sólidos na frente da segurança pública.

Sobre a reforma da previdência, a convicção diminui a cada dia que passa, mas os fatores estruturais são favoráveis à sua aprovação. O governo tem vontade genuína de que o tema prospere e, historicamente, sempre que o poder central deseja uma coisa e dá muito foco a ela, as chances de sucesso são grandes. Isso porque o Executivo federal tem a seu dispor muitos instrumentos de barganha política, concentrando um poder extraordinário. Ademais, o exaustivo discurso de que não se vota coisas como a previdência em ano eleitoral por sua impopularidade, não confere com a experiência prática. Em 1998, quase 70% dos deputados que apoiaram a reforma previdenciária de FHC e se candidataram, foram reeleitos.

Por fim, uma ressalva importante. Embora o cenário econômico para 2018 esteja bem definido, dadas condições cíclicas para a baixa inflação e bom crescimento, muito em breve os mercados passarão a ser mais influenciados pelas perspectivas para 2019 em diante. Estas obviamente têm conexão forte com os resultados eleitorais e a prosperidade das reformas em curso. De maneira geral, a preservação da estabilidade e do crescimento dependerá primordialmente do ajuste nas despesas do Estado. Isso é fundamental para aumentar a poupança nacional e conter a elevação do endividamento, a qual tende a

encarecer o custo do crédito a longo prazo. Sem essas mudanças, os investimentos não surgirão na dimensão necessária para garantir um crescimento potencial mais alto.

JUROS NOMINAIS

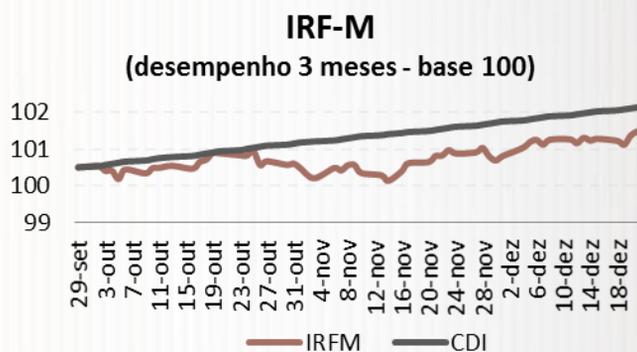
A taxa básica de juros encerra 2017 em sua mínima histórica, com possibilidade de sofrer um corte adicional de 25 pontos básicos já em fevereiro de 2018. Esse movimento da Selic estimulou também a redução das taxas prefixadas, que iniciaram o ano entre 11% e 13%, e agora operam entre 6,70% e 11,0%. Desta forma, o índice IRF-M, que representa o agregado dos títulos públicos prefixados, registra valorização de mais de 14,0%, bastante acima do CDI (de cerca de 10,0%).

Apesar das incertezas políticas que trouxeram muita volatilidade aos mercados, com destaque ao emblemático 17 de maio, os fundamentos econômicos predominaram, e o Banco Central conseguiu ser bem-sucedido no seu trabalho de ancorar as expectativas de inflação, permitindo a ampliação dos estímulos monetários. Obviamente que também colaboraram para tanto os esforços do governo em endereçar os problemas das finanças públicas, ainda que a valiosa reforma da previdência tenha ficado para o ano que vem. O ambiente externo foi surpreendentemente positivo, particularmente pelo bom crescimento e elevada liquidez, o que encorajou os investimentos em papéis de países emergentes.

Contudo, a conjuntura corrente (em particular a baixa inflação) conspira a favor a renda fixa nominal. No entanto, problemas estruturais ainda não saneados, embora estejam sendo debatidos e enfrentados, ainda constituem um pano de fundo perigoso. Não se pode

esquecer que a dívida pública já está chegando a 80% do PIB, com um orçamento muito rígido, temas estes frequentemente enfatizados pelas agências de classificação de risco. As incertezas eleitorais, por afetarem justamente a visão sobre como e se esses problemas serão enfrentados, tendem a trazer muita volatilidade.

Seguimos neutros com a classe de ativo, mas reforçamos sua importância na diversificação das carteiras, tendo em vista o baixo retorno dos ativos pós-fixados, e o prêmio elevado nas taxas prefixadas em vencimentos relativamente curtos.



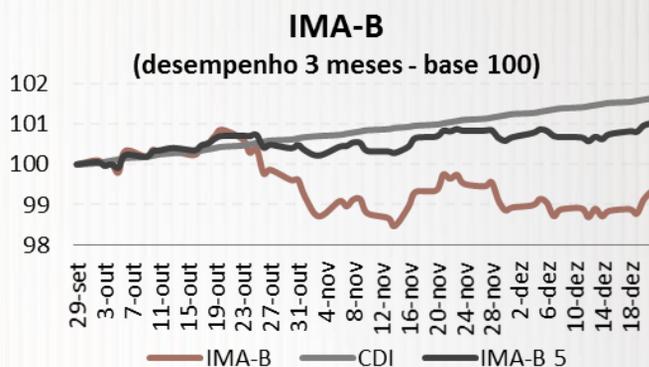
Classes de Ativos	Underweight*			Neutro			Overweight*		
	Juros Nominais								

JUROS REAIS

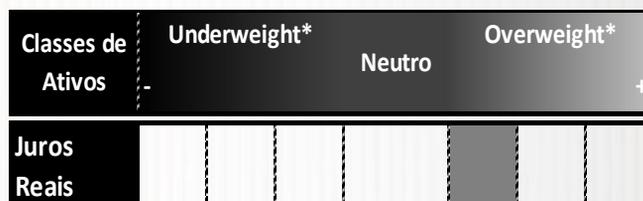
Os juros reais prefixados também recuaram de modo expressivo ao longo do ano, especialmente nos prazos com vencimentos mais curtos, sob influência da queda da Selic. No início de 2017, as taxas dos títulos das NTN-B's eram negociadas entre 5,50% e 6,0% ao longo de todos os vencimentos. Neste término de ano, o intervalo está entre 2,70% e 5,40%.

Os papéis muito curtos (até 2019) negociam abaixo de 4,0%, mostrando-se menos atraentes. Já os vencimentos intermediários, entre 2020 e 2024, têm remuneração mais interessante, com rendimentos reais entre 4% e 5%. Por fim, os prazos mais dilatados carregam taxas relativamente altas, porém ficarão cada vez mais suscetíveis à volatilidade derivada das discussões eleitorais. Neste caso, atentamos para as oportunidades com os títulos longos de crédito privado, que ampliam o retorno em função do benefício da isenção de imposto de renda. Ressaltamos, no entanto, a importância da diversificação do risco de crédito, e a atenção à menor liquidez comparada aos títulos públicos.

Reforçamos o nosso posicionamento overweight para a classe de ativo, com foco nos vencimentos intermediários, e relembro que a parcela indexada à inflação representa uma proteção e bons ganhos de diversificação nas carteiras. Não podemos esquecer que, em cenários mais pessimistas de deterioração econômica, a inflação tende a subir.



Fonte: Bloomberg



Fonte: Santander Private Banking

RENDA VARIÁVEL

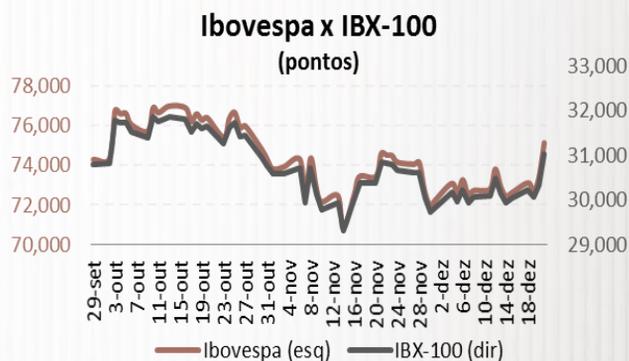
O Ibovespa vai chegando ao fim de 2017 com valorização de quase 25%, desempenho bastante satisfatório, principalmente se considerarmos que em 2016 o índice já havia subido 38,9%. Os últimos meses do corrente ano foram mais turbulentos, na medida em que as denúncias ao presidente da república geraram maior paralisação de algumas reformas no congresso e o clima político ficou mais conflagrado. De todo modo, a manutenção de uma posição *overweight* durante a maior parte dos últimos 24 meses tem se mostrado uma decisão bem acertada.

A percepção de mudança na dinâmica do crescimento, confirmando o fim da recessão, contribuiu fortemente para a bolsa. O mercado de trabalho com sinais de recuperação e a queda da inflação sustentaram uma melhora do consumo, o que foi paulatinamente desencadeando revisões para melhor nas projeções do PIB.

Os juros médios mais baixos, com taxas prefixadas significativamente inferiores aos patamares observados em 2016, foram outro importante driver para a renda variável brasileira. No entanto, talvez o impulso mais forte para o mercado local tenha derivado das condições externas positivas. A liquidez farta no mundo estimulou a busca por risco, principalmente em meio à aceleração da economia global, o que conferiu mais conforto aos investidores. Neste ambiente, o desempenho das bolsas emergentes, segundo o MSCI (medido em dólares), foi bastante positivo, com alta de quase 35% no ano. O MSCI Brasil, por sua vez, valorizou cerca de 20%.

Para 2018, as incertezas eleitorais e a eventual não aprovação da reforma previdenciária podem colocar importante limitação à alta do Ibovespa. No entanto o índice tem se mostrado bastante resiliente frente ao fluxo expressivo de notícias negativas nos últimos tempos. Isso sugere uma assimetria favorável para a bolsa, pois o insucesso das mudanças na previdência já parece em boa medida precificado. Ademais, mantidas as condições externas favoráveis por mais algum tempo, e havendo mudança efetiva nas expectativas de consenso para o crescimento do PIB em direção ao nosso número (superior a 3%), acreditamos que a renda variável ainda pode manter o seu bom desempenho dos últimos tempos.

Vale notar que, historicamente, momentos de transição política acompanhados de retomada de períodos recessivos, como o que ocorre atualmente no Brasil, costumam desencadear longas tendências de valorização do mercado acionário, as quais persistem por vários anos.



Fonte: Bloomberg

Classes de Ativos	Underweight*		Neutro		Overweight*	
Renda Variável						

Fonte: Santander Private Banking

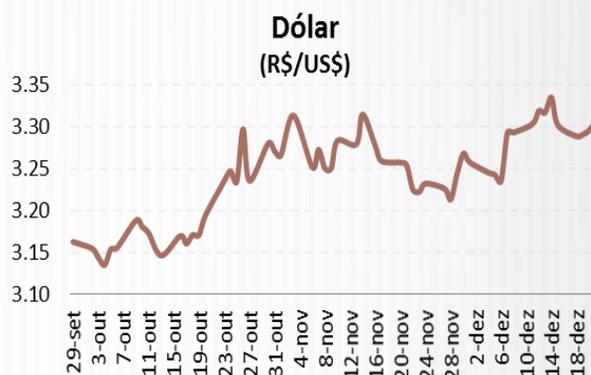
CÂMBIO

O dólar, vai chegando ao encerramento de 2017 em nível não muito superior ao patamar observado no fim de 2016, passando de R\$ 3,25/US\$ para US\$, R\$ 3,30 / US\$. Nossas recomendações de neutralidade durante o ano se mostraram válidas, dada a lateralidade com que operou o câmbio durante todos esses meses. Obviamente que houve muita volatilidade no meio do caminho, marcadamente por ocasião da delação dos irmãos Batista, quando a divisa foi de R\$ 3,10/US\$ para R\$ 3,35 / US\$ em pouco tempo. Posteriormente, porém, retornou para o patamar anterior à delação, sem definir uma tendência de alta.

Por trás da relativa estabilidade do câmbio está a ótima condição do balanço de pagamentos, com um déficit em transações correntes baixíssimo e expressivos ingresso de investimentos estrangeiros diretos, na marca dos 4,0% do PIB. Adicionalmente, o ambiente internacional permeado de ampla liquidez e bom crescimento sustentou os preços das commodities, em uma combinação essencial para manter a atratividade dos ativos de risco, em particular de países emergentes como o Brasil.

Para 2018, estes fatores ainda devem persistir, o que a princípio manteria a mesma dinâmica para a divisa. No entanto, como temos reforçado recentemente, alguns novos elementos surgem no cenário, e por mais que não sejam fortes o suficiente para justificar uma desvalorização do real, são fatores que justificam o uso da divisa para a diversificação de carteira.

As altas de juros nos Estados Unidos deverão continuar, com um risco não desprezível de que o ajuste seja mais intenso do que ora precificado pelos mercados, o que reduzirá ainda mais o diferencial de juros em relação ao Brasil (cujo CDI está nas mínimas históricas). Soma-se a isso as turbulências em potencial decorrentes do processo eleitoral, e conclui-se que há a necessidade de proteção dos portfólios. Em muitos casos pode ser apropriado o uso de notas estruturadas, que oferecem uma boa relação de risco-retorno para este cenário.



Fonte: Bloomberg

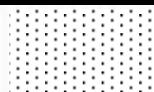
Classes de Ativos	Underweight*		Neutro		Overweight*	
	-					+
Câmbio						

Fonte: Santander Private Banking

RECOMENDAÇÕES

Classes de Ativos	Underweight*			Neutro	Overweight*		
	-						+
Juros Nominais							
Juros Reais							
Multimercado							
Renda Variável							
Câmbio							

* Underweight/Overweight representam recomendações abaixo/acima do patamar Neutro



Alocação do mês anterior

Fonte: Santander Private Banking

PROJEÇÕES ECONÔMICAS

	2015	2016	2017	2018
Crescimento mundial	3.4%	3.2%	3.6%	3.7%
Estados Unidos	2.9%	1.5%	2.2%	2.3%
Zona do Euro	2.0%	1.8%	2.1%	1.9%
Alemanha	1.5%	1.9%	2.1%	1.8%
Reino Unido	2.2%	1.8%	1.7%	1.5%
Japão	1.1%	1.0%	1.5%	0.7%
China	6.9%	6.7%	6.8%	6.5%
Brasil				
PIB - Crescimento real	-3.8%	-3.6%	1.0%	3.3%
IPCA (A/A)	10.7%	6.3%	2.8%	4.2%
IGP-M (A/A)	10.5%	7.2%	-0.9%	4.5%
Taxa Selic (fechamento)	14.3%	13.75%	7.00%	8.00%
Conta-corrente (% do PIB)	-3.3%	-1.3%	-0.5%	-0.8%
Taxa de Câmbio (fechamento - R\$/US\$)	3.90	3.26	3.30	3.50
Resultado Fiscal Primário (% do PIB)	-1.9%	-2.5%	-2.5%	-2.3%

Fonte: Santander Economia e FMI

ÍNDICES DE REFERÊNCIA

ATIVOS DOMÉSTICOS

Dados Atualizados Até: 21/dez/17

Referências	dez-17	3M	6M	12M	2017	2016	Duration
CDI	0.41%	1.85%	4.17%	10.20%	9.86%	14.00%	-
IMA-B	0.46%	-0.24%	6.58%	14.08%	12.42%	24.86%	7.25
IMA-B 5	0.42%	1.59%	6.60%	12.57%	12.11%	15.52%	1.96
IRF-M	0.79%	1.30%	6.41%	15.29%	14.73%	23.39%	2.24
Ibovespa	4.39%	3.35%	23.65%	30.33%	24.75%	38.93%	-
IPCA*	0.35%	1.05%	1.65%	2.86%	2.86%	6.29%	-

RENDA VARIÁVEL - GLOBAL

Referências	dez-17	3M	6M	12M	2017	2016
S&P-500	1.40%	7.03%	10.27%	18.51%	19.35%	9.01%
Eurostoxx	0.02%	1.28%	0.42%	9.17%	9.14%	-0.49%
MSCI - Global (US\$)	1.13%	5.11%	9.33%	19.36%	19.84%	4.57%
MSCI - Emergentes (US\$)	1.21%	2.01%	12.45%	33.27%	32.14%	8.46%
MSCI - Europa (US\$)	1.15%	2.40%	0.60%	7.94%	8.08%	-1.36%

MOEDAS

Referências	dez-17	3M	6M	12M	2017	2016
Dólar Vs Real	1.18%	5.52%	-1.07%	-0.73%	1.62%	-17.79%
Euro Vs Real	0.93%	5.32%	5.29%	12.99%	15.06%	-21.12%
Euro Vs Dólar	-0.25%	-0.15%	6.47%	13.91%	13.19%	-4.05%
Libra Vs Dólar	-1.03%	-0.81%	5.55%	8.36%	9.18%	-17.24%
Dólar Vs Iene	0.70%	0.99%	1.80%	-3.59%	-2.75%	-3.30%

COMMODITIES

Referências	dez-17	3M	6M	12M	2017	2016
CRB - Commodities Global (US\$)	-0.43%	-0.47%	2.05%	-1.79%	-2.05%	13.04%
CRB - Metais (US\$)	-3.47%	-0.75%	-8.11%	-9.93%	-10.29%	44.22%

* O IPCA utilizado no mês de referência trata-se da projeção do Relatório Focus do Banco Central.

Fonte: Bloomberg

Market Advisory Group

Rafael Nascimento Bisinha, CFP®
+55 (11) 3553-9496
rbisinha@santander.com.br

Arthur Yukio Sinzato, CFA
+55 (11) 3553-5034
asinzato@santander.com.br

Ricardo Aralios Neves
+55 (11) 3553-1250
rineves@santander.com.br



ESTAMOS CONECTADOS 24 HORAS, 7 DIAS POR SEMANA



**APLICATIVO
SANTANDER**



**APLICATIVO
WAY**



**SANTANDER
.COM.BR/PRIVATE**

Private Direto

Consultas, informações e transações.

3003 7750

(principais capitais)

0800 723 7750

(outras localidades)

55 (011) 3553 4156

(ligações no exterior)

Das 8h às 22h,

todos os dias,

inclusive feriados.

Escritório Private

Dúvidas e informações:

0800 702 1212

Das 9h às 18h,

de segunda a sexta,

exceto feriados.

SAC

Reclamações, cancelamentos e informações:

0800 762 7777

Pessoas com deficiência

auditiva ou de fala:

0800 771 0401

No exterior, ligue a cobrar

para: **55 (11) 3012 3336**

Atendimento 24h

por dia, todos os dias.

Ouvidoria

Se não ficar satisfeito com a solução apresentada:

0800 726 0322

Pessoas com deficiência

auditiva ou de fala:

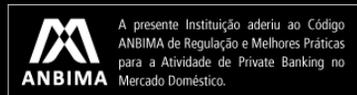
0800 771 0301

Disponível das 9h

às 18h, de segunda a

sexta-feira, exceto feriados.

Este material foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. As informações, opiniões, estimativas e previsões nele contidas foram obtidas de fontes consideradas seguras pelo Banco Santander (Brasil) S.A., mas nenhuma garantia é firmada pelas fontes, pelo Banco Santander (Brasil) S.A. ou empresas a ele ligadas quanto a correção e integridade de tais informações, opiniões e estimativas, ou quanto ao fato de serem completas. Os investimentos nele apresentados podem variar de preço e valor. Os investidores poderão obter resultados inferiores ao seu investimento. A performance do passado não representa garantia de resultados futuros. Este material destina-se à informação de investidores e não constitui oferta de compra ou venda de títulos e/ou valores mobiliários. O Banco Santander (Brasil) S.A. e/ou suas empresas ligadas, poderão, eventualmente, possuir em carteira ou ter rendimentos relacionados a títulos e/ou valores mobiliários direta ou indiretamente referidos neste material. As aplicações em cotas de fundos de investimento somente poderão ser efetuadas com base no regulamento, no prospecto e no material publicitário de cada fundo. Os investimentos em fundos envolvem riscos e não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo seguro, ou ainda, do Fundo Garantidor de Crédito - FGC. As informações adicionais sobre os custos do produto estarão à disposição quando solicitadas. Os investimentos apresentados podem não ser adequados aos seus objetivos, situação financeira ou necessidades individuais. O preenchimento do formulário relativo à análise do perfil de investimento API – Análise de Perfil Santander é essencial para garantir a adequação do perfil do cliente ao produto de investimento escolhido. Leia previamente as condições de cada produto antes de investir.



A presente Instituição aderiu ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para a Atividade de Private Banking no Mercado Doméstico.

ESTA PUBLICIDADE E/OU MATERIAL TÉCNICO SEGU E O CÓDIGO ANBIMA DE REGULAÇÃO E MELHORES PRÁTICAS PARA A ATIVIDADE DE PRIVATE BANKING. A VINCULAÇÃO DO SELO NÃO IMPLICA POR PARTE DA ANBIMA GARANTIA DE VERACIDADE DAS INFORMAÇÕES PRESTADAS.