

SUMÁRIO

MUNDO

Volatilidade à vista.

MERCADO

Resistindo à tormenta.

BRASIL

Incertezas eleitorais dominam os noticiários.

Só sei que nada sei

"Só sei que nada sei, e o fato de saber isso me coloca em vantagem sobre aqueles que acham que sabem alguma coisa."

(Sócrates)

Diz-se que o grande erro daqueles renomados gestores que apostaram (e erraram) na derrocada da economia chinesa foi ler esse país com um olhar ocidental, e a figura de linguagem aqui não está restrita a essa importante característica dos orientais.

Para tentar desvendar, ou ao menos entender um pouco melhor as possíveis saídas de uma guerra comercial oficialmente instalada entre China e EUA, temos que remontar a 200 anos atrás. Mais precisamente ao início do "Século da Humilhação".



No início do século XIX, a China, veja só, proibia os ocidentais de comercializarem seus produtos diretamente com os chineses. Haviam cotas e tarifas sobre os produtos importados. A Inglaterra, então no auge da revolução industrial, passou a exportar uma droga muito lucrativa. O ópio, cultivado na Índia, além de viciante, destruía a força de trabalho chinesa rapidamente. O governo chinês chegou a mandar uma carta à rainha Victória protestando contra esse tráfico de drogas ilegal, mas sem sucesso. Não sendo atendido em seu pleito, mandou incendiar um navio inglês com carregamento de ópio suficiente para o ano, o que foi considerado uma grande afronta pelos ingleses que decidiram então invadir a China, dando início à Primeira Guerra do Ópio.

A Guerra terminou com a derrota chinesa em 1842 e com a assinatura do Tratado de Nanquim, no qual a China foi obrigada a abrir cinco portos ao livre comércio, pagar uma indenização pela guerra e ceder a posse da ilha de Hong Kong aos britânicos (a ilha foi possessão britânica até 1997). Mais tarde, o país ainda foi derrotado novamente pelos Europeus na Segunda Guerra do Ópio. Em 1895, a China da dinastia Qing* é novamente invadida, desta vez pelo Japão, seu inimigo ancestral, sendo obrigada a ceder o território de Taiwan e reconhecer a independência da Coreia. As sucessivas invasões estrangeiras levaram à derrocada do Império, enquanto o Japão se modernizava e liderava o desenvolvimento econômico da Ásia. O ódio ao imperialismo estrangeiro estava instalado!

Somente após a Segunda Guerra Mundial, com a ascensão do Partido Comunista em 1949, os chineses dão início ao seu plano de recuperação da dignidade. Um plano de superar os 100 anos de humilhação e recuperar seu lugar de destaque no mundo.

A ideia de que o gigante país, antes um império sem precedentes, havia sido subjugado e humilhado por estrangeiros tornou-se a força motriz de toda a nação e levou os líderes chineses a adotarem a postura de "autoridade moral do sofrimento passado". A expressão "Wuwang Guochi – Nunca esqueçamos a nossa humilhação nacional" tornou-se um *slogan* comum na China, que para a nossa mais profunda inveja e inspiração, iniciou em meados do século passado um plano de governo de 100 anos, com etapas e metas bem claras e definidas.

E logo agora, que tudo ia bem... Surge um ousado presidente americano e começa, justamente, a impor restrições comerciais à China. Que ironia do destino! Enquanto escrevemos, o Secretário do Tesouro Americano, Steven Mnuchin, está em Beijing,



dando início às negociações para uma nova configuração comercial entre os dois países. Seria, no mínimo, ingênuo supor que a China cederia facilmente às exigências de Trump e abriria mão facilmente dos seus organizados planos. Só sei que nada sei!

Pedimos desculpa pela licença poética da longa introdução desta carta, mas vivemos um período delicado com a aproximação das eleições presidenciais mais incertas desde 1989, em um período em que o mundo vive uma profunda transformação. Separar os eventos do cenário local e global é um exercício bem desafiador.

O mês de abril fechou com a bolsa em terreno levemente positivo, por um lado “animada” com a prisão do ex-presidente Lula que, de certa forma, reduz o risco de uma mudança na política econômica, e por outro, “assustada” com o resultado das primeiras pesquisas eleitorais (pós prisão) que indicam muito pouco apelo para os candidatos de centro, com agenda claramente reformista. Aparentemente, a melhora da economia não foi suficientemente rápida para que os eleitores associem ao atual governo, ou à sua equipe econômica (esperança do nosso ex-Ministro da Fazenda, Henrique Meirelles).

O que temos hoje é um quadro bastante indefinido, com a candidata de centro-esquerda, Marina Silva (que não conseguiu formar uma coalização de apoio ao seu nome), enquanto o presidenciável de direita, Jair Bolsonaro, continua crescendo. O problema desse quadro é que ninguém sabe ao certo qual a plataforma econômica que estes candidatos adotariam em um eventual governo. Nosso Trump brasileiro tem declarado que não sabe nada de economia, mas já escalou um renomado, embora polêmico, economista para o seu quadro (Paulo Guedes). Mais uma vez, só sei que nada sei!

Apesar da indefinição, os ativos seguem sendo precificados com um otimismo parcimonioso, o principal pilar desta história é que, apesar do discurso mais acalorado de alguns, especialmente Ciro Gomes, os candidatos parecem saber que um discurso irresponsável no lado fiscal não levará ninguém a nada (talvez ao *impeachment* e à prisão, se os termos do teto dos gastos não forem respeitados, ou bem negociados).

Entre as classes de ativos, a única que de fato sofreu com esse ambiente de alta volatilidade foi o dólar, que disparou na primeira semana de maio, atingindo o patamar de R\$3,55, o mais alto desde que o governo Temer assumiu oficialmente. Este efeito está muito mais relacionado ao cenário global do que local. Vários fatores contribuem para o comportamento do câmbio: o aumento do risco país (CDS), a alta da taxa de juros nos Estados Unidos (*Treasury* americana) e a queda do diferencial de juros entre os dois países. Enquanto o juro americano sobe, o nosso cai, tirando a atratividade da nossa moeda. Divulgaremos em breve um artigo do nosso ilustre economista discorrendo em detalhes sobre este tema, mas o resumo da ópera é que todos estes fatores estão impactando momentaneamente a desvalorização do Real.

Mas, diferente do que somos tentados a pensar, as nossas mazelas tem um peso menor nesta análise e os nossos pares globais também tem sofrido muito. O Brasil continua sendo visto com um queridinho entre os emergentes, mas, em um ambiente de forte volatilidade, é natural que exista um movimento de aversão a risco global. O movimento de subida da taxa de juros na economia americana, junto com resultados complicados das empresas de tecnologia global e de quebra uma “guerra” comercial em andamento, levou a um resultado negativo dos ativos de risco no mundo. A nossa bolsa tem resistido bem a este cenário, mas é inegável que os ventos do Norte têm ficado mais fortes.

Quadro Resumo

Os resultados do mês de abril foram bem díspares e com muito mais volatilidade ao longo do mês do que o número final sugere.

No mercado local, o retorno de bolsa foi levemente positivo e acima do CDI, os ativos

de juros pré-fixados também ficaram bem próximos e por pouco não bateram o benchmark. O dólar disparou em relação ao Real, e se valorizou quase 5% no mês (e não só contra o Real, o DXY** se valorizou em 2%). Já os títulos mais longos indexados à inflação sofreram e terminaram o mês no campo negativo.

No mercado internacional tivemos uma clara divisão, com os desenvolvidos performando bem (à exceção do S&P 500 que só subiu 0,27%) e os mercados emergentes sofrendo (com América Latina sofrendo ainda mais).

A taxa de juros americana de 10 anos chegou a tocar a marca emblemática dos 3% ao ano (e segue próxima disso) e o grande destaque de retorno foram as *commodities*, puxadas pelo petróleo, que segue subindo com alguns estresses que tomaram conta do noticiário global recente.

| BRASIL | (-2) | (-1) | NEUTRO | (+1) | (+2) |
|---------------------|------|------|--------|------|------|
| CRÉDITO HIGH YIELD | | | | ● | |
| CRÉDITO HIGH GRADE | | | | ● | |
| RENDA FIXA PÓS | | ● | | | |
| RENDA FIXA PRÉ | | | ● | | |
| RENDA FIXA IPCA | | | ● | | |
| MULTIMERCADO | | | | ● | |
| AÇÕES | | | | ● | |
| MERCADO IMOBILIÁRIO | | | | ● | |

| GLOBAL | (-2) | (-1) | NEUTRO | (+1) | (+2) |
|--------------------------|------|------|--------|------|------|
| AÇÕES EUA | | | ● | | |
| AÇÕES EUROPA | | | | ● | |
| AÇÕES JAPÃO | | | ● | | |
| AÇÕES EMERGENTES | | | ● | | |
| CRÉDITO INVESTMENT GRADE | | ● | | | |
| CRÉDITO HIGH YIELD | | | ● | | |
| CRÉDITO EMERGENTES | | | | ● | |
| TÍTULOS SOBERANOS | ● | | | | |
| RENDA FIXA (LIVRE) | | | ● | | |
| COMMODITIES | | | | | ● |
| HEDGE FUNDS | | | | | ● |
| REAL ESTATE | | | ● | | |

| MOEDAS | (-2) | (-1) | NEUTRO | (+1) | (+2) |
|---------------------|------|------|--------|------|------|
| USD (Dólar x Cesta) | | | ● | | |
| EUR (Euro x Dólar) | | | ● | | |
| JPY (Iene x Dólar) | | | ● | | |
| BRL (Real x Dólar) | | | ● | | |

| PROTEÇÃO | SEM | COM |
|----------|-----|-----|
| HEDGE | | ● |

As principais mudanças vão na linha de aproveitar as boas oportunidades de crédito que têm aparecido no mercado local e, lá fora, com mais volatilidade na Renda Fixa, preferimos ajustar o tamanho dessa estratégia para correremos menos riscos.

A seguir vamos entrar em mais detalhes da alocação estratégica e como estamos nos posicionando.

Estratégia em Destaque

Ao invés de falar sobre o comportamento de uma classe de ativos específica, este mês vamos falar sobre a Alocação Estratégica (“*Asset Allocation*”), ou seja, sobre como temos nos movimentado entre as diversas classes de **ativos e como isso agrega valor às carteiras**.

Ao longo dos últimos meses, temos reforçado nosso processo de investimentos, na busca de maximizar a nossa excelência profissional. Nossos já famosos termômetros de alocação, que consolidam nossa visão em relação a cada classe de ativos, são discutidos semanalmente e cada vez com mais profundidade.

O cenário global, os dados macroeconômicos de crescimento, a inflação, os juros e os elementos da economia real (mercado imobiliário, situação das empresas, etc.) se misturam em uma sopa de letrinhas, análises e modelos que nos levam a um posicionamento claro e preciso que é refletido na carteira dos nossos clientes. Mais do que acertar o momento exato de entrar em uma determinada classe de ativos, nosso principal objetivo é saber a hora de ajustar as velas e acertar o prumo quando os ventos mudam, fazendo dessa jornada uma navegação mais constante e o menos tortuosa possível.

Ao longo do último ano, mantivemos uma posição otimista +1 nos fundos multimercados. De fato nossa carteira modelo dessa classe de ativos (lembrando que muitos fundos fecharam desde que essa carteira foi montada) rendeu cerca de 230%



do CDI. A nossa posição em ações também se manteve em terreno positivo, iniciando o ano em +2 (otimistas e com alta convicção) e reduzindo a partir de março para otimistas (+1). Neste período a bolsa rendeu +12,71% frente a um CDI de +2,11% em 4 meses. Desde o começo da indicação positiva para bolsa (+1 ou +2 contínuos) essa estratégia rendeu 43% frente a 12% do CDI. Ou seja, a bolsa rendeu 350% do CDI.

A importância do *asset allocation* neste caso fica clara. Esse efeito é extrapolado para todas as outras classes de ativos. Uma gestão ativa e eficiente gera ganhos às carteiras, operando dentro dos limites de risco de cada perfil, melhorando a performance das carteiras. Esse ganho soma-se ao que conseguimos gerar com uma seleção eficiente de fundos e gestores.

Sabemos que ninguém tem bola de cristal, mas temos profunda convicção no nosso processo de investimentos! Uma análise robusta, processos muito bem definidos e decisões colegiadas são a chave para assertividade acima da média.

Voltando ao nosso cenário base, acreditamos que a redução da velocidade de recuperação da economia é temporária e continuamos confinados em um ciclo virtuoso de crescimento. Além disso, a expectativa de lucros dos analistas das empresas (*earnings*) ainda não foi ajustada para um ciclo mais longo de crescimento e, ainda que demore um pouco mais para se materializar, a rota já está dada. Por isso, as nossas posições estruturais em bolsa devem ser mantidas na carteira.

Sabemos que o momento requer uma dose de cautela, por isso também estamos deixando nosso barco mais leve, com mais liquidez nas carteiras de Renda Variável e fazendo posicionamento de *hedge* (proteção) sempre que fizer sentido. Seguimos atentos, sem perder o rumo e os objetivos de longo prazo de vista.

*A **dinastia Qing** foi a última dinastia imperial da China, governando por 268 anos (de 1644-1912). Foi precedida pela dinastia Ming e sucedida pela República da China. (Wikipedia)

O **Dollar Index (DXY) indica o valor do dólar frente a uma cesta de moedas, em sua grande maioria, de países desenvolvidos (sendo o Euro mais de 57% da composição total).