

## SUMÁRIO

### MUNDO

Quais serão os primeiros passos de Trump.

### MERCADO

Teremos volatilidade em 2017, e não será pouca.

### BRASIL

Reforma da previdência, ciclo de cortes de juros e Lava Jato darão o tom de 2017.

#### E o Oscar vai para...

*“Se você não tem dúvidas, é porque está mal informado...”*  
 (Millôr Fernandes)

Em nossa última carta fizemos uma brincadeira de que o ano de 2016 teria sido escrito e dirigido por Quentin Tarantino, tamanhas foram as surpresas e mudanças, até então impensáveis, que ocorreram. E o que esperar de 2017? Almodóvar, Kubrick, os irmãos Coen e até mesmo Clint Eastwood são candidatos plausíveis para o que está sendo desenhado nesse ano que se inicia.

O *trailer* sem dúvida já nos deixa intrigados sobre os eventos que teremos ao longo do ano, e muitos “finais” podem ainda ocorrer nesse roteiro original. Já temos também, na figura de Donald Trump, um forte candidato ao prêmio de melhor ator, que dificilmente será coadjuvante, pela maneira que ele vem conduzindo essa fase de transição. Com uma forma própria de se comunicar, passando por cima das grandes mídias, o *twitter* de Trump passará a ser leitura obrigatória de qualquer um que tenha pretensão de entender o que podemos esperar do novo governo americano.



#### Perspectivas para 2017

Qualquer certeza acerca do que nos aguarda seria desinformação, mas temos alguns eventos e tópicos que devem permear nosso cenário para o ano vindouro.

Começando pelos EUA, as primeiras ações do governo Trump serão avaliadas com uma lupa pelo mundo todo. Em seu plano econômico ainda como candidato, escrito por Peter Navarro, um de seus principais conselheiros econômicos, temos como principais focos de atuação: redução de impostos corporativos, desregulamentação, redução dos custos de energia e eliminar o déficit em balança comercial (que chamou de crônico).

Com o controle das 2 casas legislativas, vemos alguns pontos de convergência entre Trump e o Partido Republicano, como a redução de impostos e a desregulamentação, porém, sem abrir mão da disciplina fiscal. As relações comerciais e geopolíticas com o resto do mundo nos parece ser os principais fatores de risco nesse início.

Dólar forte, mais inflação e mais crescimento nos EUA são as primeiras inferências que fazemos desse balanço todo, com o FED atento a esses pontos e já dando sinais de que será vigilante e poderá subir os juros além do que estava sendo projetado anteriormente.

Do lado de lá do atlântico, teremos um calendário político bem intenso, com eleições na Holanda (Março), França (Abril e Maio, 1º e 2º turno) e Alemanha (Setembro), com partidos de extrema esquerda ou extrema direita ganhando força.

Além disso, começamos a ver sinais crescentes de inflação em terras alemãs, e um crescimento, ainda que tímido, no bloco europeu como um todo. O BCE deve continuar com mais do mesmo em termos de estímulos, enquanto a Itália abre caminho para um provável auxílio aos bancos que estejam enfrentando problemas

mais sérios. Por fim, ainda teremos os desdobramentos do Brexit, com sua efetivação ainda a ser realizada, o famoso artigo 50 do Tratado de Lisboa (o qual prevê um prazo de dois anos para a negociação da saída de um Estado-membro do bloco europeu).

A continuidade da Zona do Euro, certamente, será questionada em 2017. Ainda que não seja nosso cenário de partida que o euro deixe de existir esse ano, viveremos momentos de volatilidade em torno desse tema. E o nível das taxas dos juros soberanos europeus, nos parece, bem longe de precificar isso tudo.

Na Ásia, por enquanto, não temos grandes novidades em relação ao Japão. Devemos ter uma continuidade das políticas que foram implementadas nos últimos anos, com a expectativa de ver se teremos impactos um pouco mais relevantes em crescimento e inflação.

A China, por sua vez, pode ser uma fonte de preocupação e volatilidade, tanto por questões internas como: crescimento desaquecendo e riscos de problemas no mercado de crédito local, como questões externas, especialmente numa possível queda de braço com os EUA e nas medidas para conter as variações de sua moeda.

Entrando no cenário local, por aqui temos grandes temas que começaram a ser abordados em 2016 e que terão sua "Parte 2" em 2017. O ano passado foi de grandes mudanças para nosso país e o balanço final tem sido bem positivo.

Começamos o ano passado com Dilma, Tombini e Mantega (seria um pouco injusto colocar o Levy nessa conta) e estamos adentrando 2017 com Temer, Goldfajn e Meirelles, capitaneando uma espécie de *dream team* econômico.

A PEC do teto dos gastos foi uma vitória importantíssima do governo e, coloca a discussão da Reforma da Previdência como tema central de qualquer governante do país daqui para frente. Esse será um dos principais pontos de atenção do ano, e se passar com bons termos, teremos a continuidade da melhora fiscal de longo prazo que o país tanto necessita.

Ilan e o Banco Central, apesar de todas as críticas (fizemos algumas também), conseguiram ancorar as expectativas de inflação, abrindo espaço para um ciclo longo e intenso de cortes de juros. Não são poucas as casas que estão mudando a aposta de corte da próxima reunião de 0,5 ponto percentual para 0,75.

É inegável que o principal problema ainda é a atividade, que apesar de alguns suspiros no ano passado, ainda não está se recuperando como muitos esperavam. O planalto e o próprio Banco Central lançaram mão de alguns pacotes para estimular um pouco a economia. Em sua maioria são medidas boas, mas de pouco impacto. O real estímulo virá do profundo corte de juros.

O maior risco a esse cenário mais otimista continua vindo da operação Lava Jato, com suas delações premiadas, em especial da Odebrecht. Além disso, podemos ter algum ruído vindo do TSE e a cassação da chapa Dilma-Temer. Teremos também eleições na Câmara e no Senado, que a princípio não devem causar muitas surpresas em termos de descontinuidade ou manutenção da força da base aliada do governo.

### Quadro Resumo

A eleição de Donald Trump deu uma chacoalhada nos ativos externos. No mercado de ações deveremos ter um panorama em que as empresas e setores terão vencedores e perdedores, e isso pode ser muito positivo para os *Hedge Funds* que possuem boa parte da alocação nos mercados de ações.

Crédito e *Real Estate* são temas que estão em final de ciclo de recuperação e é difícil saber quando será o ponto de inflexão e quais serão os efeitos das políticas ao redor do mundo nesses investimentos, por isso a neutralidade.

Nos Bônus Soberanos internacionais, começamos a ter uma clara distinção entre EUA e Europa + Japão. No primeiro tivemos já um movimento de alta de juros e caminhamos para uma normalização em um patamar ainda incerto (talvez algo perto de 3% no médio prazo seja razoável). Na Europa e Japão, vemos taxas extremamente baixas, que não parecem conversar com o que podemos ter pela frente, especialmente nos países periféricos da Zona do Euro.

Alocação Global	NEGATIVO	NEUTRO	POSITIVO
Ações			
Crédito (IG/HY)			
Bônus Soberanos			
Commodities			
Alternativos (Hedge Funds)			
Real Estate			
Alocação Brasil	NEGATIVO	NEUTRO	POSITIVO
Ações			
Crédito Privado			
Bônus Soberanos CDI			
Bônus Soberanos Inflação			
Bônus Soberanos Pré			
Alternativos (Hedge Funds)			
Títulos FGC Pós			
Títulos FGC Pré			
Títulos FGC Inflação			
Real Estate			
Alocação Moedas	NEGATIVO	NEUTRO	POSITIVO
USD			
EUR			
JPY			
BRL			

Por fim, as commodities ainda sinalizam que podem ter algum espaço adicional para valorizações, mas as incertezas vindas da China, nos levam a ter um viés mais neutro nos próximos meses.

Quando olhamos para os ativos domésticos, ainda temos uma clara preferência por títulos (públicos e privados) pré-fixados e atrelados à inflação (juros reais). Ainda temos prêmios relevantes na curva de juros, com ganhos interessantes a serem auferidos do ciclo de cortes que teremos esse ano.

Estamos ainda (desde o começo de 2016) reticentes e muito seletivos com o mercado de Crédito Privado, principalmente enquanto não temos sinais mais fortes de recuperação da economia. O mesmo raciocínio vale para ações, mas como tivemos uma queda razoável nos últimos meses, e esse mercado tende a se antecipar, voltamos a estar neutros.

Vemos boas perspectivas de retornos em investimentos alternativos (Multimercados) e começamos a olhar com carinho o mercado de *Real Estate*. Os imóveis ainda passam por um momento delicado, porém, é um mercado cíclico, que se beneficiará da redução das taxas de juros e da diminuição dos estoques, que deve ocorrer nos próximos anos.

Por fim, em moedas, temos o Dólar mais forte como nosso *call* principal, principalmente contra outras moedas, como a dos países desenvolvidos, como Europa e Japão, onde acreditamos ter espaço para um movimento ainda mais longo. Especificamente no caso do Real, já tivemos um movimento de valorização da moeda brasileira, inclusive contra a correlação histórica que existe com o mercado de juros, e por isso estamos mais negativos, pois entendemos que o dólar de equilíbrio é acima desses níveis de R\$ 3,20/R\$ 3,25 que a moeda está negociando.

### Estratégias em Destaque – Balanço de 2016

Nesse mês falaremos sobre as classes gerais de ativos que temos em nossas carteiras e seus respectivos desempenhos em 2016.

**Renda Fixa (pós-fixada):** Pelos patamares atuais do CDI, que foi de 14% a.a., a renda fixa pós-fixada foi uma classe bastante atrativa em 2016. Entretanto para 2017 com a expectativa de forte queda de juros vemos essa categoria se tornando cada vez menos atrativa.

**Renda Fixa (IPCA+ e Pré-fixada):** Foi o nosso principal *call*, taticamente ficamos bem posicionados nessa classe, pois enxergávamos bastante prêmio. Ao longo do ano fomos alongando os vértices e aproveitando para aumentar posição, variando a composição entre pré-fixado e IPCA, de acordo com as oportunidades.

**Crédito High Yield:** Por enxergarmos o mercado de crédito como desafiador, decidimos no início do ano por zerar nosso posicionamento nessa estratégia, o que se mostrou bastante acertado, com os fundos sofrendo fortes marcações de crédito em 2016. Para 2017 ainda estamos cautelosos em relação à volta a essa classe de ativo.

**Crédito High Grade:** Os fundos foram mais seletivos, começando o ano com uma exposição maior em créditos bancários e depois foram migrando para ofertas de créditos corporativos de qualidade e com taxas interessantes. Consequentemente os fundos entregaram resultados em linha com as suas metas, sem grandes surpresas, entre 105% e 110% do CDI.

**FIDC:** Nossa alocação em FIDCs se dá através do fundo Titan, no qual somos cogestores com a Valora. O produto entregou em 2016 uma rentabilidade de 120% do CDI, em linha com seu *target* de retorno. Vale ressaltar que o fundo passou ileso em relação a eventos de créditos bem relevantes que ocorreram no ano.

**Multimercados:** O *approach* dos gestores de multimercados Macro, principalmente nos eventos Brexit e Trump, foram cruciais para a performance do ano. Vimos que gestores que foram mais cautelosos indo mais leves para eventos e se aproveitando de oportunidades que surgiram com os mesmos, tiveram uma performance diferenciada no ano. Na estratégia de *Long and Short*, mantivemos apenas um fundo durante todo o ano de 2016, e esse fundo obteve um retorno excepcional. No geral, o balanço da estratégia foi bem positivo, só não foi excelente devido à volatilidade nos ativos por conta das eleições americanas (Novembro).

**Ações:** O Ibovespa apresentou um retorno de aproximadamente 39% sendo a categoria de maior rentabilidade no ano. Como normalmente acontece em anos de movimentos dessa magnitude, os fundos apresentaram retornos positivos, mas aquém do índice. Com isso em mente vemos como acertada a nossa decisão de posicionar parte da carteira em fundos passivos durante um período.

**Global:** Nossa alocação global é feita através do fundo TB Global. Os destaques positivos do fundo no ano foram as estratégias de Crédito e Renda Fixa. Em contrapartida, a classe de pior resultado foi a de *Hedge Funds*, refletindo o baixo desempenho da indústria como um todo em 2016.