

## SUMÁRIO

### MUNDO

Sem as preocupações com a Grécia, vai muito bem obrigado.

### MERCADO

Ótimas oportunidades em moedas e em taxas de juros brasileiras para este ano.

### BRASIL

Finalmente começamos a ver os preços alinhados com os péssimos fundamentos. Oportunidades surgem daí.

### O mundo é grande

*O mundo é grande  
O mundo é grande e cabe nesta janela sobre o mar.  
O mar é grande e cabe na cama e no colchão de amar.  
O amor é grande e cabe no breve espaço de beijar.*

**Carlos Drummond de Andrade**

Neste belíssimo poema, o saudoso mineiro de Itabira induz a reflexão de que talvez o todo se resume na parte. Que talvez se tendo a parte se alcance o todo. No mundo dos investimentos não é bem assim e talvez o investidor brasileiro esteja perdendo oportunidades por ser muito focado nos investimentos domésticos. Quem tem a parte (investimentos no Brasil) decerto não alcança o todo (retornos globais).

Motivos não faltam para isso. Primeiramente uma anacrônica legislação que reforça o controle de capitais, ainda do tempo que o Brasil não tinha reservas para quitar o próximo mês de importações. Bem, isso já não é mais realidade com reservas beirando os USD 400 bilhões e nos últimos anos a legislação (tanto cambial, quanto de investimentos) foi deveras flexibilizada e **hoje pode se dizer que o investidor só não investe em ativos globais se não quiser. Instrumentos não faltam.**

Um outro motivo é a polpuda taxa de juros que o Brasil paga, desde o advento do Plano Real. De fato, se pegarmos janelas desde 1997 nada bate o CDI, que rendeu estratosféricos 1338% contra apenas 204% da inflação ou 175% do dólar no período. Porém os tempos são outros e já não temos o câmbio controlado e muito menos as taxas de juros de 30-40% ao ano. Essa janela de observação tem muito mais valor como histórico, do que como um guia para o futuro.

**Ao olharmos janelas mais recentes, como desde o dia em que Dilma assumiu, temos resultados bem diferentes.** O CDI ainda é um competidor de respeito, porém não mais imbatível. **Uma carteira rodando em USD + 5% ao ano, pouco complexa ao se falar de renda fixa corporativa, teria batido o CDI por larga margem no período.** Não vamos nem falar em ações, pois após o genocídio cometido pelo atual governo com a economia, chegamos ao ponto que a Apple vale sozinha a mesma coisa que todas as empresas brasileiras que compõem o índice Ibovespa.

Então o investidor deve pedir resgate de todos os seus reais e preparar as malas? Não é esse o ponto. **A racional que trataremos nessa carta é de que já passou da hora do investidor ter uma carteira balanceada com diversificação de moedas, de geografia e de classe de ativos.** A nova instrução da CVM que regula o mundo dos fundos de investimento (ICVM 555) aumentou de maneira significativa os limites de investimento em ativos no exterior fazendo uso de instrumentos locais. Dependendo do perfil do cliente, podemos ter fundos que aloquem até 100% no exterior, e sem o investimento mínimo de R\$ 1.000.000,00 por fundo como é hoje.

Esse movimento em direção ao mundo não é motivado pelo péssimo momento que o Brasil passa, na verdade independe disso. **O Brasil responde por menos de 3% do PIB global e também por menos de 3% dos ativos líquidos que podem ser investidos.** Independentemente da destruição de valor causada nos últimos 12 anos, o fato é que os ovos não podem ficar todos na cesta Brasil. **Inclusive, os investidores que estavam diversificados escaparam (ou minimizaram) os estragos sofridos pelos ativos locais.**

A pergunta natural na cabeça do investidor é a seguinte: *“se os ativos locais já são numerosos e um pouco complexos, como vou navegar nesse mar infinito de opções fora do Brasil?”.* **A resposta é simples: Não apele para a automedicação. Contrate especialistas, certificados, regulados e capacitados. Eles farão esse extensivo trabalho de seleção para você.**

Um ponto importante, **internacionalizar não significa que você obrigatoriamente tem de estar exposto a uma determinada moeda.** Os instrumentos financeiros permitem que você aloque em um fundo de renda fixa corporativa americana, porém imunize o seu risco cambial e fique em reais. Isso é particularmente útil se você acha, por exemplo, que o dólar no atual patamar não tem muito mais para avançar em relação ao real.

Iremos agora olhar o cenário internacional. Se no Brasil enfrentamos (ao mesmo tempo) as ‘dez pragas do





Egito', no exterior o cenário nos parece bem mais amistoso para o investidor mais afeito ao risco. Temos alguns grandes temas que estão norteando os investimentos lá fora.

**Dólar forte**, a falta de sincronia entre EUA (cresce forte) e o resto do mundo desenvolvido (enfrenta a deflação) faz com que os EUA estejam em processo de retirada de estímulos (e aumento de juros), enquanto a Europa e o Japão ainda carecem de juros reais negativos e estímulos para poderem andar. Isso tudo leva a uma tendência de dólar forte.

**Juros baixos, por muito tempo.** O mundo hoje vive um período grande de baixo crescimento. Alguns fatores estão por detrás disso; o fim do longo ciclo de expansão de crédito, a demografia e a tecnologia. O mundo viveu desde o pós-guerra um longo verão de expansão de crédito, pessoas, empresas e países cada vez mais usaram o poder da alavancagem financeira para consumir, investir e crescer. Após a crise de 2008 ficou claro que alguns limites tinham sido atingidos e agora o que vemos é um mundo fiscalmente mais responsável e que luta para reduzir o seu endividamento. Isso reduz o crescimento. Vivemos em um mundo que envelhece a passos rápidos. Hoje temos 10% do mundo acima de 60 anos, em 2050 teremos 21%. Menor crescimento populacional implica em menor crescimento. A tecnologia tem trazido enormes ganhos de produtividade e desintermediação e isso tudo é desinflacionário. Se antes os juros americanos iam até 5-6% ao ano em um processo de aperto monetário, agora o mesmo aperto monetário será bem menor. Talvez 2% seja a taxa de juros americana ao final do processo de aumento pelo Federal Reserve.

**Liquidez farta.** Nos Estados Unidos não tivemos a retirada da liquidez, apenas a injeção de mais liquidez foi suspensa. Na Europa tivemos o lançamento do programa de injeção de liquidez da ordem de mais de um trilhão de euros. No Japão temos o mesmo programa, só que em termos relativo ao PIB bem maior do que EUA e Europa. Essa liquidez farta, rodando pelo mundo na velocidade de um clique de mouse, nos remete a um mundo mais propenso ao risco e com movimentos de capitais mais rápidos, o que também trará maior volatilidade aos mercados.

**China muda.** O ciclo de alta nas commodities parece ter chegado ao fim. Em parte pela valorização do dólar e em parte pela mudança que a China passa. **A China vem mudando sua economia de um modelo focado em investimentos em infraestrutura e exportação para um modelo de consumo interno e serviços.** Uma analogia simples é que demandará menos vidro, aço e cimento para construir prédios de escritórios, porém demandará mais trabalhadores para esses escritórios, e também mais papel para esses trabalhadores. Não por acaso o setor de papel e celulose tem despertado interesse do investidores.

**Ao cruzarmos todas essas tendências com os instrumentos financeiros disponíveis, podem nascer alocações e produtos bem interessantes.** Por exemplo, transformar os investimentos em títulos corporativos de dólar para real. Ao alocarmos em crédito de bom perfil de risco no Brasil é sabido que não conseguimos mais do que CDI + 1%aa. Ao pegarmos esse mesmo perfil de crédito nos títulos emitidos no exterior temos sem muito esforço uma remuneração de USD + 6% aa. Ao transformar isso em reais, ganhamos mais 10%. Ou seja, 16% em reais para correr o mesmo risco. Temos aí uma arbitragem. De acordo com o instrumento você ganha CDI +1% aa ou CDI + 4%aa para a mesma classe de risco.

Nesta carta não trataremos dos assuntos domésticos, cada vez mais tristes e desanimadores. Conforme temos alertado, os fundamentos estão ainda em processo de deterioração (com notável exceção para o bravo Joaquim Levy no fiscal) e voltaremos mais detalhadamente a eles na próxima edição.

**Quadro Resumo**

Após o *rally* nas ações globais do último mês, recomendamos alguma realização de lucros e a volta para o neutro. **Esperamos o mercado realizar para um retorno mais pesado para esta classe.** Nossos ativos favoritos são os índices alemão e japonês. Nos Estados Unidos preferimos o setor de consumo discricionário ao índice geral.

A elevação de *yields* nos títulos de 10 anos americanos mostrou que nossa visão negativa em bônus soberanos estava correta. Continuamos negativos.

**No Brasil estamos positivos em crédito, usando como instrumento os títulos corporativos (privados) emitidos no exterior, com ou sem proteção cambial.** Também estamos animados com os fundos multimercados macro. **Este ano é um ano para juros e câmbio.** Tivemos alguns gestores apresentando retornos acima de 5% ao mês neste começo de ano. Sabemos que alguns alocadores são *xixitas* ao não usar essa classe, porém a realidade mostra que uma boa seleção pode ser muito lucrativa. **Como sempre, recomendamos caixa para aproveitarmos as oportunidades, diversificação bem feita e seleção criteriosa para uma carteira vencedora.**

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