



SUMÁRIO

MUNDO

As primeiras ações de Trump, agora presidente, estão seguindo à risca as promessas de campanha.

MERCADO

O ano de 2017 começou com fortes resultados no mercado local.

BRASIL

A volta do recesso parlamentar e da Lava Jato.

Blá Blá Land

"The object of terrorism is terrorism. The object of oppression is oppression. The object of torture is torture. The object of murder is murder. The object of power is power. Now do you begin to understand me?"

(George Orwell, 1984)

E o ano de 2017 chegou! Para os saudosos do ano passado (ou não), janeiro foi uma espécie de 13º mês de 2016, dando a tônica do que ainda temos por vir.

Difícil não começar falando sobre Donald Trump, agora presidente de fato. Muitos esperavam que ao sentar na cadeira mais importante do mundo, Trump assumiria um tom mais moderado e conciliador. Porém, o que pudemos ver nas primeiras semanas de governo é que o candidato e o presidente são a mesma pessoa, com a diferença do poder e o impacto das ações.

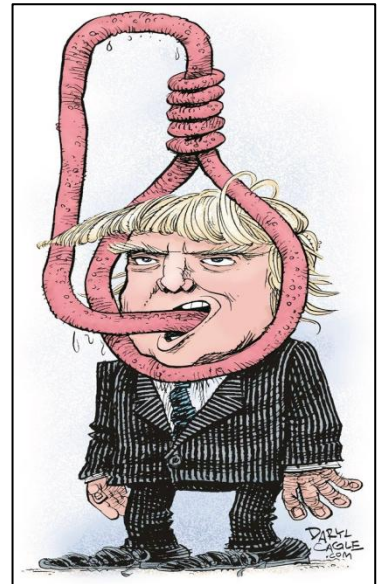
Além das faíscas com diversos países como México, China, Alemanha e até mesmo Austrália, o início de governo mostra que o novo POTUS está disposto a cumprir suas promessas de campanha. Analisando o plano de 100 dias proposto por Trump ainda como candidato, temos alguns pontos de foco: saída ou renegociação de tratados (saiu da Parceria Transpacífico – TPP e sinalizou renegociação do NAFTA), fechamento de fronteiras e controle da imigração, desregulamentação dos mercados, redução de impostos, derrubar restrições de energia (maior oferta de petróleo, gás de xisto), tarifas de importação e exportação, investimentos em infraestrutura, repatriação de recursos, entre outros.

Tudo isso parece indicar um Dólar mais valorizado (apesar de Trump estar tentando conter essa tendência com declarações), mais inflação e possivelmente mais crescimento (ao menos no curto prazo). A questão fiscal dessas ações merece atenção, dado que diversas dessas medidas exigem maiores gastos do governo, tema que o Partido Republicano costuma ser contra. Lembrando que teremos em breve a volta das discussões no Congresso sobre o teto da dívida (*debt ceiling*).

O FED também tem demonstrado preocupação com as consequências dessa nova política e as declarações de membros importantes sinalizaram que eles podem ser mais agressivos na subida de juros, apesar da última ata do FOMC ter sido mais amena do que o esperado. Vamos aguardar cenas dos próximos capítulos, na reunião de março, a primeira das quatro do ano que conta com entrevista à imprensa de Janet Yellen.

A nosso ver, o grande risco inicial continua sendo o geopolítico, uma vez que já podemos ver o sistema de pesos e contrapesos dos EUA funcionando nesse entrave entre Trump e o judiciário, no caso da proibição da entrada em terras americanas de pessoas advindas de sete países de maioria muçulmana. Outro ponto de atenção dos mercados é o nível de equilíbrio da *Treasury* de 10 anos e sua trajetória no curto prazo, que pode gerar um movimento de aversão a risco.

Já na Europa, nosso foco permanece no calendário político, em especial na França e na Alemanha. No primeiro semestre teremos as eleições francesas, que acontecem em dois turnos - Abril e Maio. Nas pesquisas, a candidata da extrema-direita (Marine Le Pen) vem liderando em primeiro turno, mas perdendo no segundo (com uma margem apertada, já vimos esse filme). O noticiário ainda está muito fluido, com





diversas especulações sobre os principais candidatos. Le Pen advoga, entre outras coisas, pela saída da zona do euro, volta do franco francês e expulsão de estrangeiros.

O tema de mais inflação também chegou à Europa e começa a incomodar a Alemanha (atingiu o nível mais alto desde 2013), o que está gerando alguns embates com o Banco Central Europeu, que continua mantendo as políticas de estímulos na zona do euro.

Nosso cenário base ainda não é o de ruptura, mas teremos bastante volatilidade na Europa em 2017, com a integridade da zona euro sendo questionada e outras questões específicas que surgirão (vimos Grécia e Portugal voltarem aos noticiários nesse mês).

Já no Reino Unido a Suprema Corte decidiu que o parlamento deveria aprovar o início do processo do Brexit. A aprovação do parlamento passou com folga e Theresa May pode dar sequência ao acionamento do Artigo 50 do Tratado de Lisboa. Vamos acompanhar como serão os termos de um futuro acordo com a União Europeia e a possibilidade de acordos bilaterais (com os EUA, por exemplo).

No continente asiático continuamos com poucas novidades vindas do Japão. O país continua surfando a onda do Yen mais desvalorizado, que tem sido positivo para a retomada da inflação e para as exportações. Enquanto isso, o Banco Central local continua firme em seu programa de estímulos e com a manutenção da taxa de juros de longo prazo próxima de 0%.

Na China, teremos em Outubro o grande evento do ano, com o 19º Congresso do Partido Comunista Chinês. Xi Jinping busca se consolidar como o maior líder do país desde Mao Tsé-Tung e isso pode significar uma posição mais dura contra as ofensivas de Trump. Além disso, cresce a preocupação sobre a queda das reservas internacionais (vieram abaixo de 3 trilhões de dólares depois de vários anos) e sobre o controle de saída de capital. Esse último pode ter impactos relevantes nos mercados de M&A e imobiliário ao redor do mundo (chineses têm sido compradores líquidos nos últimos anos).

Vale mencionar também que a Rússia pode voltar a ter uma participação relevante nessa nova ordem mundial em uma possível reaproximação com os EUA, com o auxílio do novo Secretário de Estado americano, e amigo de Putin, Rex Tillerson.

Entrando em terras tupiniquins, voltamos com o calendário recheado, após o período de recesso parlamentar. Como já esperado, tivemos a reeleição de Rodrigo Maia na Câmara e a eleição de Eunício Oliveira no Senado, mostrando a força da base do governo. A agenda de reformas continua a ser a grande prioridade, tendo como ponto central a Reforma da Previdência que esperamos que seja aprovada, com manutenção de boa parte do conteúdo proposto, no final do primeiro semestre.

Pulando para a parte econômica, na primeira reunião do Copom de 2017, o Banco Central foi mais agressivo e acelerou o corte para 75 bps. Com a expectativa de inflação ancorada, entendemos que o BC passou a olhar também para a atividade (que ainda não deu sinais de recuperação), o que trará um ciclo de cortes de juros mais rápido e mais profundo, trazendo mudanças importantes para a dinâmica do mercado.

Continuamos com um cenário construtivo no lado fiscal (opositivo para a economia) no Brasil, com o risco principal vindo ainda da operação Lava Jato e seus desdobramentos. O ano começou com a trágica morte do ministro do STF e relator da Lava Jato, Teori Zavascki. Em seguida tivemos a retomada das operações, tendo como alvos principais o empresário Eike Batista e o ex-governador do Rio de Janeiro, Sérgio Cabral. As 77 delações da Odebrecht foram homologadas, o Ministro Edson Fachin foi transferido para a segunda turma e sorteado para ser o novo relator da Lava Jato, e o presidente Temer indicou o atual Ministro da Justiça, Alexandre de Moraes,



para a cadeira deixada por Teori (ainda a ser sabatinado no Congresso).

Quadro Resumo

O ano de 2017 começou com resultados bem positivos nos mercados locais de juros e renda variável, enquanto o Real continuou sua trajetória de apreciação contra o Dólar.

Nos mercados internacionais tivemos algumas discrepâncias, com a bolsa se valorizando nos EUA, mas sofrendo na Europa e no Japão.

A euforia inicial com a eleição de Trump levou o mercado acionário americano a níveis de máxima histórica e estamos reticentes em relação a quanto do cenário positivo já está no preço. Europa e Japão também não despertam grande entusiasmo, por isso nossa neutralidade.

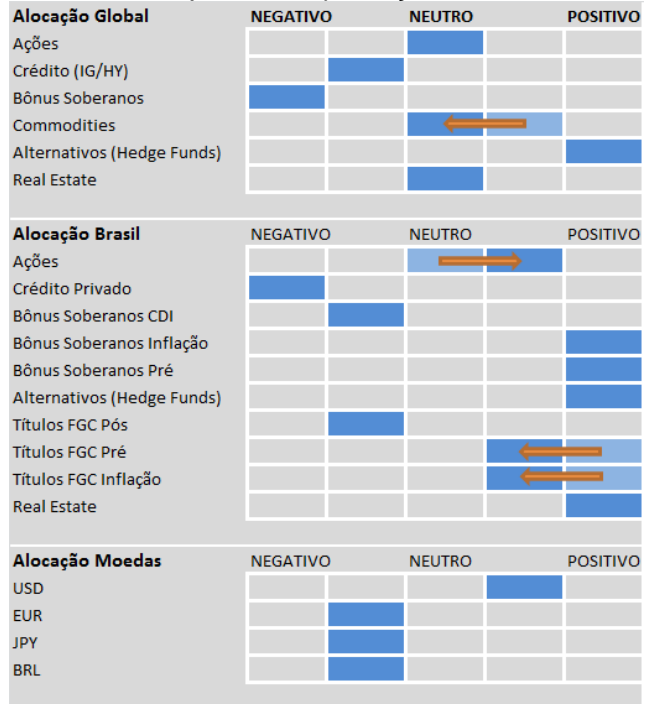
A mudança principal lá fora ficou por conta do mercado de commodities, que contou com forte valorização recente. As preocupações com China e o possível aumento da oferta de ativos ligados à energia nos EUA podem levar a uma desvalorização de commodities em geral.

Nos ativos domésticos, ainda temos uma preferência por títulos (públicos e privados) pré-fixados e atrelados à inflação (juros reais). Porém, com a aceleração do ciclo de cortes de juros, os prêmios ficaram mais magros do que já foram no passado. A escolha dos ativos para se aproveitar do ciclo que passaremos ao longo do ano será bem importante.

A economia real ainda não está dando sinais de melhoria de fato, mas devemos ver essa inflexão da atividade nesse ano de 2017. Soma-se a isso o ciclo de cortes de juros e um possível fluxo de capital (tanto do estrangeiro, quanto do institucional local), e temos um cenário positivo para bolsa. Ainda que em termos de *valuation* ela não esteja barata, podemos ter uma revisão dos lucros mais pra frente, com a retomada da economia.

Quando a atividade voltará a crescer é o principal questionamento. Porém, olhando para prazos mais longos, já faz sentido iniciar uma alocação em renda variável. Vale lembrar também que o risco *versus* retorno da Renda Fixa em relação à Bolsa não fará mais tanto sentido ao longo do ano, com o grosso dos ganhos já realizados.

Para finalizar, os sinais dos primeiros passos de Trump apontam para um dólar mais forte ao redor do mundo. No entanto, o Real continua se valorizando em relação ao Dólar nos últimos meses. Nesses níveis de R\$ 3,10/R\$ 3,15 gostamos de uma posição comprada em dólar como proteção para as posições de Juros e Bolsa. Entendemos que a assimetria está interessante, pois temos dificuldades de imaginar o Dólar se mantendo em patamares abaixo de R\$ 3,00, e vemos como nível de equilíbrio, ao final do ano, algo mais próximo de R\$ 3,30.





Estratégias em Destaque

Falaremos nesse mês de nossa estratégia tática, que no ano de 2016 apresentou um rendimento de 143,5% CDI.

O ano de 2016 foi um exemplo da efetividade da alocação tática, em que conseguimos bons resultados nas mais variadas classes de ativos, através de posicionamentos levando em conta o timing do mercado, como por exemplo: posicionamento em Bolsa Brasil, Juros Brasil (variando entre ativos atrelados à inflação e pré-fixados e sempre trabalhando dinamicamente em relação aos diferentes vencimentos), tomados em juros de alguns países Europeus (Itália, Espanha e França), entre outras posições.

Importante ressaltar que além de mudanças rápidas de posição, temos uma preocupação grande com o dimensionamento das posições nos diferentes momentos. No ano passado sofremos impactos relativamente menores que a indústria em geral nos principais eventos (como Trump e Brexit), pois, independentemente das nossas convicções, sempre trabalhamos mais leves e com proteções em períodos que antecedem eventos grandes e/ou binários.

Além disso, olhamos muito para possíveis assimetrias de mercado em operações de baixo custo e alto potencial de ganho, como foi o caso da nossa “aposta” no corte de 75 pontos na Selic na reunião do Copom do mês de Janeiro. Sempre com a cabeça de colocar pouco para ganhar muito, nunca o contrário.

A estratégia iniciou o ano de 2017 rendendo 166,5% do CDI em janeiro. Os ganhos no mês vieram principalmente das posições de Juros Brasil e da posição tomada em Juros Globais. Perdemos dinheiro com a posição comprada em Dólar, onde a intenção era servir como proteção da parcela de juros locais.