

## SUMÁRIO

### MUNDO

Uma pausa para o dólar, e nada de juros por enquanto.

### MERCADO

Um primeiro trimestre recheado de ganhos, para quem soube se posicionar.

### BRASIL

Estamos corrigindo o rumo, no meio da tempestade. E isso é o que importa.

### A Foto e o Filme

*“Se Deus não existe, tudo é permitido”.*

*Ivan Karamazov, personagem de Os Irmãos Karamazov, de Fiódor Dostoiévski*

Independente da crença religiosa do leitor, essa frase reflete bem o atual momento histórico do Brasil. **Se no lugar de Deus colocamos lei, ordem, figura paterna, regras, superego, temos um país onde o vale tudo parece imperar pela absoluta falta de punição.** Os crimes de corrupção aparecem aos borbotões, e a unidade que os medem hoje são os bilhões. Políticos de tempos mais românticos, hoje são relegados ao juizado de pequenas causas, com os seus humildes milhões. Quando juntamos isso ao cenário econômico de recessão com inflação alta, o sentimento resultante não é nada melhor do que uma crônica desesperança, uma indistigável vontade de ir embora do país e o sentimento de pular do barco. Antes que isso aqui se transforme em uma Venezuela. Não é a toa que cerca de dois milhões de pessoas foram às ruas, pacificamente, protestar no último dia 15 de março.

O debate a que essa carta abre, é saber se o pessimismo (capturado não só nos ativos financeiros, mas também nos indicadores de confiança do consumidor e do empresariado) é realmente justificado ou se já há motivos para sermos mais construtivos com o futuro. **Correndo o risco de sermos otimistas em excesso, ou adiantados em excesso, cremos que as melhores oportunidades de investimento estão do lado dos que começam a enxergar as coisas de forma mais construtiva.** Vamos ao nosso ponto.

**Nos últimos quatro anos, esse alocador que vos escreve sempre sofreu ao ver uma foto até bonitinha (não se afunda um transatlântico do dia para a noite), porém um filme (a ser projetado) terrível por conta das incorretas escolhas econômicas e políticas do primeiro governo Dilma.** Isso significava que os preços dos ativos não precisavam de maneira acertada, a verdadeira destruição que a economia vinha sendo submetida.



Ao final da apertada eleição, a dúvida era se Dilma faria correções de rumo, ou se dobraria a aposta na fracassada 'nova política econômica'. Acreditamos que por alguns motivos (entre eles pressão de todos os lados), ela colocou um economista ortodoxo de carteirinha, para o difícil ajudas contas fiscais em frangalhos.

Hoje, temos uma situação oposta aos últimos quatro anos. **A fotografia (ou a colheita desses quatro anos) não poderia ser mais feia, porém o filme (a ser projetado em alguns poucos anos) tem o potencial de ser algo bem mais positivo do que estamos assistindo hoje.** Afinal, o lado fiscal mudou de direção e temos em curso um grande ajuste de preços relativos, dos preços administrados em relação aos preços livres e dos preços internos em relação aos preços externos (via câmbio). **O tripé macroeconômico (metas de inflação com um BC independente, uma política fiscal crível e um câmbio flutuante que flutua) está de volta.**

Do lado da corrupção estamos assistindo a um evento inédito, com punições para algo que parecia ser o status quo do nosso país. Por diversos anos, a prática comum geralmente envolvia uma cobrança de pedágio por parte do governo para que os negócios acontecessem. Parece que temos uma mudança de paradigma em curso, fazendo com o que o custo de delinquir seja mais elevado. **Assim como em outros países que passaram pelo processo (Itália, com a operação mãos limpas) a delinquência diminuiu. Apesar do stress de curto prazo para o país, vemos isso como positivo no médio e longo prazos.**

Se a projeção é melhor e, a nosso ver correta, quais são os riscos?

Bem, o que não nos falta no momento são riscos. O principal deles é o risco político. A relação do governo com a sua base aliada tem apresentado ranhuras. **Dilma não emagreceu somente uns bons quilos com sua dieta, também perdeu muita força política, e hoje manda muito pouco no atual equilíbrio de forças. Em relação à economia e ao mercado financeiro, o governo tem em Levy o seu grande fiador.** Se Levy, por algum motivo, pede o seu bonê, já é sabido que veremos o dólar em preços estratosféricos e os outros ativos em preços abissais. No lado político, o PMDB, ao sentir uma operação descarte em curso (obra de Mercadante, que por vezes pode ser comparado ao 'Inspetor Clouseau') virou um rival com sangue nos olhos. Os embates políticos estão cada vez mais frequentes, e o que estamos vendo hoje é uma larga vantagem da força e articulação de Eduardo Cunha (é difícil não lembrar de 'Frank Underwood') e do PMDB sobre o governo do PT.



Curiosamente, o resultado disso tudo é deveras positivo para nossa tenra democracia. Em uma democracia 'de verdade', temos um equilíbrio nem sempre estável entre os três poderes, basta lembrar a paralisia do governo americano recentemente (por questões orçamentárias). No Brasil, sempre tivemos um presidencialismo quase que imperial, onde o legislativo e o judiciário funcionavam mais como carimbadores do que o executivo já havia determinado. **Isso agora mudou, temos um equilíbrio entre os três poderes. Isso é muito bom, principalmente para a democracia.**

Com mais manifestações programadas, e também com uma operação Lava Jato com muitos frutos ainda para dar, é um risco de cauda considerável a continuidade de Dilma na cadeira presidencial. Mas seria mesmo um risco de cauda? Talvez não. **O Brasil já passou por momentos mais delicados, já fizemos uma transição pacífica de uma ditadura militar para a democracia, já conduzimos um processo de impeachment e já enfrentamos uma inflação em vias de se tornar uma hiperinflação. Cremos que se chegarmos a tanto, saberemos fazer uma transição pacífica.** E seja lá quem assumir a caneta presidencial, terá de contar com o apoio do PMDB. O partido de Michel Temer já se compromete com teses bem amigáveis ao mercado, como redução do número de ministérios e principalmente com a independência do Banco Central. Se o PT tem uma imensa dificuldade de diagnóstico das ruas, o PMDB (tomado por um inenarrável instinto de sobrevivência) se mostra sensível ao pagador de impostos; austeridade nos gastos, vigilância da moeda e até a questão da maioria penal.

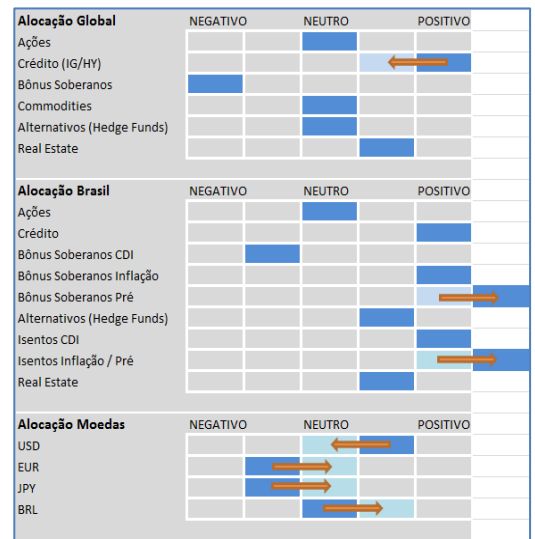
O Brasil viveu os últimos anos inebriados com a farra do crédito e com o dinheiro fácil do boom das commodities. Isso acabou. A mesada da tia generosa acabou e agora o nosso Macunaima tem de pegar no batente. E é exatamente isso que estamos vendo. **A nossa história mostra que o Brasil de tempos em tempos flerta com o abismo, mas nunca pula. É sempre dois passos para frente e um para trás.**

No campo econômico podemos ter ainda muitos esqueletos no armário (leia-se, a carteira do BNDES e de outros bancos oficiais). Não estamos desprezando esse risco. Sabemos que o fim das pedaladas fiscais traz um 'valor presente' imediato a ser pago. Sabemos que 20% do ajuste fiscal depende do Congresso (aliás, Levy tem se saído muito bem negociando com a classe política). Sabemos que poderemos ter uma frustração de receita por conta de um PIB mais negativo do que o previsto. **Enfim, ainda pode piorar antes de melhorar. Por ora, e o que importa para nós, é que ao menos a direção do barco está correta.**

**Quadro Resumo**

O mês trouxe muito ruído e volatilidade, afinal o que não faltou foi confusão política. Quando decantamos o ruído e nos concentramos na música que está tocando, ficamos com alguns poucos pontos relevantes.

**No Brasil a divulgação do Relatório de Inflação trouxe um banco central com um tom mais 'dovish'.** Até fizeram um quadrinho para falar que a depreciação cambial não trará tanta inflação assim. E com a atividade já machucando bem a arrecadação, cremos em apenas mais um aumento (de 25 bp) na próxima reunião em Abril do COPOM. Depois disso o BC entrará no modo 'dependente de dados', porém já dando seta que pretende reduzir juros no segundo semestre. Cremos que a inflação já no segundo semestre comece a surpreender positivamente. **Por isso criamos uma categoria 'fora do quadro' para mostrar o quanto gostamos de posições pré-fixadas. Com a inflação voltando para 6% ao ano, teremos um juro real gigantesco de 7% aa. É muita coisa.**



**Ainda no Brasil, a nossa alocação em alternativos (multimercados) se pagou. E muito. Como sempre seleção é tudo e assistimos neste trimestre alguns de nossos gestores prediletos acumulando retornos acima de 12%! Quem olha a floresta sempre acaba convergindo à média, que sabemos não ser boa. Tem que saber escolher as árvores mais frondosas.**

**Lá fora, tivemos de relevante o banco central americano (FED) com um tom bem ameno.** O dólar forte já começa a fazer os seus estragos na economia americana. Estima-se que cada 10% de valorização do dólar seja equivalente a um aumento de 1% na taxa de juros. Muitos creem que o FED só aumente os juros em setembro. Com as revisões de crescimento para baixo e com a inflação bem comportada, talvez fique para 2016. **Isso tudo nos leva a realizar lucros em nosso posicionamento de dólar forte e ficarmos neutros em relação às três grandes moedas. E levemente (bem leve mesmo) mais otimistas com o real para o curto prazo.** Afinal, começar a fazer o dever de casa (como bem reconhecido foi pela agência S&P) e ainda ofertar 13% ao ano é um bife suculento para o investidor global. Também realizamos lucros na categoria de high-yield americano, após um bom primeiro trimestre. Ainda gostamos de títulos corporativos de empresas nacionais emitidos em USD, porém com o devido 'hedge' para o real, nesses patamares. O ano é complexo, mas apresenta muitas oportunidades. Bom apetite!