

SUMÁRIO

MUNDO

O que fazer em um mundo onde a política monetária não funciona mais?

MERCADO

Uma certa ousadia foi premiada nos portfólios neste começo de ano. Os cautelosos em excesso perderam o trem.

BRASIL

Temer decerto não é o presidente dos sonhos de ninguém, mas cremos que ele reúne condições de surpreender.

O Fim. E também o Começo!

The End (The Doors)

*This is the end
Beautiful friend
This is the end
My only friend, the end
Of our elaborate plans, the end
Of everything that stands, the end
No safety or surprise, the end*

Após 13 anos eis que chega ao fim a hegemonia do Partido dos Trabalhadores sobre a vida política e econômica brasileira. Com resultados trágicos sobre a economia, como é amplamente sabido. Com o pedido de impeachment de Dilma em estágio já bem avançado e investigações (de Dilma) e indiciamentos (de Lula) pedidos pelo Procurador Geral da República, o PT deixa de ser um problema nacional e passa a ser um problema do sistema judiciário. Com isso tudo, o nosso foco e energia consiste em analisarmos os primeiros passos do novo governo Michel Temer, olhar o cenário (e os riscos) de uma economia global cada vez mais intrincada e traduzirmos estes mais diversos inputs em teses de investimento que levem você, nosso cliente, a obter um máximo de retorno correndo o menor risco possível.

Começando pelo político. Michel Temer já sinalizou que não concorre em 2018, com isso ele não tem adversários e reúne bem mais chances de reunir apoio ao seu governo. Temos no provável futuro governo, dois presidenciáveis de olho em 2018, Henrique Meireles (na Fazenda) e José Serra (uma espécie de super-chanceler). Se por um lado os dois possivelmente irão se bicar, por outro lado temos duas pessoas extremamente competentes e mais do que estimuladas a mostrar um bom serviço. Com isso encontramos, depois de muito tempo, três características importantes neste governo que se inicia; apoio político, capacidade e motivação. A montagem política do restante do ministério e coordenação política indica a presença de 'faixas pretas' em postos chave. Estamos bem construtivos tanto com a capacidade política quanto com as credenciais técnicas do novo time.

Ainda sobre política, temos um desgaste recorde do establishment político. A rejeição a praticamente todos os partidos políticos e nomes conhecidos é muito grande. Talvez esta seja a última chance para o establishment político colocar a economia em ordem e o país nos trilhos. Se isso não acontecer deveremos ter eleições bem atípicas em 2018, com grandes chances de um outsider se eleger. O fenômeno é global e Donald Trump talvez seja o maior expoente do desgaste do cidadão médio com um sistema democrático que não consegue melhorar a sua vida cotidiana, na verdade até piora. Apostamos que o establishment tenha a exata compreensão do momento histórico e até pelo seu DNA de sobrevivência foque em entregar resultados palpáveis.

Sobre o econômico, após tanta lambança e destruição de riqueza, temos que a agenda do que deve ser feito é algo bem consensual dentro da sociedade e dentro do novo governo. O governo Temer sinaliza um começo com algumas medidas importantes, como por exemplo, uma redução do número de ministérios e cargos comissionados, a reforma da previdência, a fixação de um teto de despesas e a desvinculação de gastos sociais. A isso somamos um programa ambicioso de venda de participação das empresas estatais e inúmeras parcerias público-privadas para destravar o nó da falta de infraestrutura. Se adicionarmos a isso um BC com credibilidade, poderemos ter um espaço bem razoável para uma redução mais agressiva dos juros um pouco mais a frente. Afinal se conseguirmos um patamar de inflação de 6%-7% ao ano para os próximos meses, fica razoável supor um juros de 11%-12%, nos trazendo um juro real de 4%-5% ao ano. Ainda assim muito juro real para uma economia ainda na UTI.

Temos por hora um bom plano de voo e uma boa tripulação para pilotar a aeronave. Agora é ver no dia a dia se esta equipe vai entregar ou se vai bater cabeça.

Cenário global. Que fique claro que temos um viés negativo de longo prazo em relação à economia global. Isso não quer dizer que não possamos ter dias ensolarados ocasionais, porém a previsão do tempo não é bonita. Colocando em termos bem simples, o problema do mundo desenvolvido é que temos poucos bebês para muita dívida. A demografia é claramente uma tendência negativa na grande maioria dos países (o que leva a um decréscimo da população economicamente ativa) e a dívida pública das principais economias aponta para o norte. Temos aqui um grande interesse pela economia japonesa. Olhamos o Japão como uma espécie de laboratório do futuro. O que acontece lá hoje é o que veremos na Europa, EUA e posteriormente até no Brasil. O ambicioso programa econômico de estímulos (Abenomics) apenas serviu para tirar o país do campo da deflação para o campo da inflação zero, enquanto a dívida pública já alcança inacreditáveis 350% do PIB. Isto tudo em um país onde a venda de fraldas geriátricas superou a venda de fraldas infantis.

Outro fator da relação "*crescimento do PIB = crescimento da população economicamente ativa x crescimento de produtividade*" é claramente uma tendência decrescente do crescimento da produtividade. O mundo parece viver um certo esgotamento em termos de novas tecnologias. Lembrem-se do salto na capacidade de processamento nos anos 90? Pois bem, já estamos presos nessa linha de processadores da Intel faz algum tempo. O mesmo ocorre com celulares. Qual diferença fundamental do Iphone 5, para o 6 e para o 7 que vem por aí? O que temos visto ultimamente são ganhos oriundos de novos usos da tecnologia (Uber, Airbnb, etc.) mais do que oriundos da tecnologia em si. E a última linha nos mostra menores ganhos de produtividade na margem. Quando falamos em EUA temos um crescimento potencial na casa dos 2%,

Europa na casa dos 1% e Japão menos do que isso.

Essa frustração de crescimento tem levado a uma certa insatisfação do cidadão médio com o establishment, conforme já falamos acima. Os bancos centrais tentam (heroicamente) lidar conjuntamente (estímulos e taxas de juros negativas) com um problema estrutural. Muito do debate macro econômico tem sido justamente no reconhecimento de que os BC's estão em um ponto onde a política monetária já perde a eficácia. O que vem a seguir? Este mesmo debate mostra que o próximo estágio seria o famoso "jogar dinheiro do helicóptero", com consequências fiscais relevantes (sem monetização) ou inflacionárias (com monetização) relevantes. Vivemos tempos absolutamente novos, com consequências ainda não conhecidas para a economia e os mercados.

Enquanto a tempestade de longo prazo não chega (e pode demorar a chegar), temos um pano de fundo suportivo para mercados emergentes de curto prazo (dólar estável ou mais fraco e recuperação das commodities). Porém não livre de riscos de curto prazo também. Temos três riscos em nosso radar;

- FED x PBOC, caso a inflação nos EUA acelere teremos um cenário do FED tendo que subir juros e isso tem incomodado muito a China. Esse cenário pode levar a desvalorizações adicionais do yuan, com efeitos nocivos para mercados emergentes e commodities.
- Referendo na Inglaterra. Caso os ingleses votem com o medo e optem por sair da região do Euro, teremos uma rodada de *stress* na Europa com todos procurando quem será o próximo a querer sair do barco. Neste cenário vemos o euro frágil, bem como os títulos soberanos dos países sob intensa pressão. Cenário ruim para os emergentes também.
- Donald Trump. Parece-nos que teremos uma corrida presidencial completamente fora do padrão nos EUA. Embora não seja o cenário base, uma vitória de Trump poderia trazer muita volatilidade para todos os ativos de risco de um modo geral.

O cenário global está atualmente em um equilíbrio instável de inflação muito baixa, estabilidade de moedas, pouco crescimento e muito dinheiro mal remunerado. Tudo isso, junto, tem sido e pode ser ainda mais suportivo para os ativos de risco emergentes. Esse bom momento pode ser, naturalmente, rompido com os riscos acima (e outros, que não conhecemos). Por isso mantemos uma visão de se manter investido, porém com alguma proteção e caixa para podermos aproveitar os bolsões de volatilidade que em nossa visão vieram para ficar.

Quadro Resumo

No mês passado tivemos uma continuidade do *rally* do impeachment, com uma saudável alta de 7.7% no Ibovespa. Outros ativos tupiniquins também tiveram um grande mês, com a moeda valorizando mais de 4%, o CDS recuando 26 pontos base, o IMAB avançando 3.92% enquanto o IRFM subiu sólidos 3.4%. A nossa alocação mais focada no Kit de risco Brasil definitivamente se pagou neste começo de 2016. Aproveitamos o momento de transição para colocar algum lucro no bolso e irmos para um balanço mais neutro em termos de alocação em ações.

Creemos que o mercado entrará, após o viçoso rally, em um período de consolidação e aguardando novos fatos para a continuidade. No médio prazo estamos construtivos com o Brasil e cremos que ainda há muito dinheiro estrangeiro para retornar ao país, na medida em que os sinais corretos forem dados. Com isso mantemos uma posição moderadamente positiva em taxas de juros, tanto reais quanto nominais. Nas taxas nominais os vértices mais curtos parecem mais um jogo do timing da redução de juros pelo BC. Sentimo-nos mais confortáveis nos vértices intermediários e longos apostando na direção e não no timing. O mesmo se aplica aos juros reais.

Na moeda temos uma visão mais favorável justamente por este fluxo, apesar de sabermos que teremos um BC lutando com unhas e dentes contra uma valorização excessiva da moeda.

Em termos globais estamos mais reticentes com as bolsas dos países desenvolvidos e enxergamos uma melhor relação risco retorno na renda fixa high yield, tanto nos EUA quanto na Europa. Também gostamos dos fundos de hedge, pois a volatilidade sem necessariamente termos uma direção será a tônica dos próximos meses.

Em resumo, mantenha sempre um % de caixa interessante para que possamos aproveitar as oportunidades, porém fique investido em Brasil. Temos lido algumas análises do tipo "só volto a investir quando a cura total estiver feita no Brasil". Bem, sinto informar que se você esperar por isso terá perdido o bonde. Aliás, já começou perder.

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			



Estratégia em Destaque

Diante dessa mudança toda de cenário, vamos falar da nossa estratégia de Renda Variável. O mercado de ações tem sido bastante volátil e com resultados aquém do esperado nos últimos anos.

Porém, diferentemente dos mercados internacionais, os gestores brasileiros de ações conseguem performar consistentemente melhor que os índices. Tomando o Ibovespa como exemplo, vemos que mais de 70% dos fundos de ações batem o indicador desde 2011 (de uma amostra de 350 fundos).

Por esse motivo, a nossa estrutura de investimentos em ações é via fundos, buscando uma carteira balanceada e diversificada, investindo em gestores que escolhemos criteriosamente. Essa seleção é combinada com nosso cenário econômico e definições de alocação, para buscar o melhor retorno unindo o macro (top down) com o micro (bottom up).

Para falar de estratégias, movimentos e resultados vamos utilizar nosso fundo aberto como exemplo, o Trancoso, que possui histórico desde Julho/2011.

Passamos 2015 bem defensivos, com destaque para estratégias de Dividendos e posição elevada de caixa. Com isso conseguimos segurar um pouco o resultado negativo dos mercados, rendendo -8,16% contra -13,31% do Ibovespa.

Ao longo de 2016 começamos a ficar mais positivos e passamos a buscar uma estratégia de termos mais beta na carteira, via fundos mais indexados e até um pouco de alocação passiva em índice. Achamos que ainda podemos ter uma pernada de movimento de beta, mas já estamos começando a nos posicionar em estratégias mais de Valor e até mesmo um pouco de Small Caps, que costumam ser uma segunda derivada de um movimento de alta de bolsa.

O fundo no ano não acompanhou todo o movimento da bolsa, como é comum em momentos de forte rali. Porém, desde o início o fundo entrega um resultado de +24,34% contra um Ibovespa de -8,37% no mesmo período.