

## SUMÁRIO

### MUNDO

Chegando no final do ciclo?

### MERCADO

Recuperação, mas com volatilidade.

### BRASIL

Caminhando na direção correta.

### *Escalada para a glória*

**"A perfeição é uma montanha impossível de escalar que deve ser escalada um pouco a cada dia."**

**(Código Samurai)**

O Brasil passou por dois anos de forte recessão, em 2015 e 2016, com quedas do PIB em torno de 3,5% em cada um dos anos. Estas quedas são consideradas extremamente grandes em qualquer contexto.

Essa recessão foi seguida de uma recuperação apenas módica do crescimento em 2017, 2018 e, provavelmente, em 2019, com altas do PIB inferiores a 1% em cada um desses anos. Sem sombra de dúvida, uma recuperação muito aquém do desejado socialmente e economicamente.



Em uma escalada de montanha, sempre existe um ponto de partida, e sempre existirão obstáculos e desafios no meio do caminho, para que o cume seja atingido. Sempre existe também o risco de contratemplos, em que a escalada não

chegará a seu objetivo final. Trazendo esta analogia para a economia do Brasil, acreditamos que estamos no início de uma longa escalada, no caminho certo, e que os resultados deverão aparecer em alguns meses. Todavia, isso não elimina os desafios e barreiras que teremos que superar, nem mesmo os riscos dessa agenda simplesmente não dar certo.

No último mês, vimos dados mais positivos do PIB do segundo trimestre do ano, puxado pela Demanda Doméstica e pelos Investimentos, em detrimento ao Setor Externo e aos Gastos Governamentais. Vemos esse quadro qualitativo como positivo. As Vendas no Varejo de julho apresentaram uma alta robusta e acima do esperado, confirmando um melhora do "momentum" para a demanda doméstica e para o consumo. Já vemos sinais mais positivos das empresas destes setores, assim como do setor imobiliário em algumas regiões do país, principalmente em São Paulo.

O Governo mantém sua agenda de reformas econômicas, uma vez avançada a Reforma da Previdência. Tivemos a confirmação da Cessão Onerosa e de um gigantesco leilão de áreas de exploração de petróleo para o começo de novembro. Isso deverá trazer recursos e investimentos. Existe também uma agenda crescente de privatizações e vendas de ativos da União. Muito dessa agenda acaba não sendo divulgada na grande mídia, mesmo sendo bastante positiva, que prefere focar na agenda de costumes deste governo, o que pouco importa para o nosso universo de investimentos.

Quanto aos riscos, eles existem e continuam presentes. Se a agenda econômica não trazer crescimento, corremos o risco de, em 2022, enfrentarmos um cenário parecido com aquele vivido pela Argentina este ano. Por isso, as reformas precisam ser executadas, de maneira coerente, rápida e efetiva.

Nossa visão continua construtiva com a direção econômica do país, mas continuamos alertas ao cenário internacional e sua influência nos ativos locais. Ainda vemos o mundo (ex-Brasil) em um estágio avançado, se não em um estágio final, do ciclo econômico. Nesta fase do ciclo, temos bastante volatilidade, porém pouca tendência. Os dados costumam ser mais mistos e voláteis, porém pouco conclusivos.

### **Temas de Investimento**

Abaixo, fazemos um breve resumo de nossa visão de portfólio para os investimentos:

**Juros:** O Banco Central (BCB) cortou a Taxa Selic em 50bps - para 5,5% ao ano - e sinalizou espaço para mais cortes de juros no curto-prazo. Acreditamos que os juros ficarão mais baixos por mais tempo, mas achamos o risco/retorno da curva de juros, em geral, pouco atrativo. Vemos algum valor no carregamento da curva longa de NTN-B como composição de portfólio em um mundo de juros baixos ou negativos, em um ambiente de reformas econômicas no Brasil.

**Câmbio:** Estamos neutros no mercado de câmbio. Por um lado, vemos possibilidade de uma recuperação da economia doméstica. Já por outro lado, vemos um dólar forte no mundo e, uma demanda consistente e constante de compra de dólar pelo setor corporativo, por uma série de vetores (recompra de dívida em dólar, pagamento de lucros das subsidiárias às matrizes internacionais e afins). Nos últimos meses, o dólar pode ter deixado o “range” de R\$ 3,8 com R\$ 4,1 para um novo “range” de R\$ 4,0 com R\$ 4,2. Ainda temos dificuldades de ver um movimento estrutural ou direcional da moeda. Talvez, para isso, precisaremos de uma tendência mais clara no mundo, para qualquer um dos lados.

**Crédito:** Seguimos favorecendo fundos “High Yield” em detrimento a fundos “High Grade”, pelos fatores amplamente tratados neste espaço nos últimos meses.

**Multimercados:** Continuamos a migrar o portfólio de fundos Macro para fundos mais de nicho. Acreditamos que o ambiente prospectivo que vislumbramos será mais desafiador para os fundos Macro locais, enquanto vemos distorções em outros mercados e estratégias específicas que podem trazer “alpha” e desconexão ao portfólio.

BRASIL	(-2)	(-1)	NEUTRO	(+1)	(+2)
CRÉDITO HIGH YIELD					●
CRÉDITO HIGH GRADE		●			
RENDA FIXA PÓS		●			
RENDA FIXA PRÉ			●		
RENDA FIXA IPCA			●		
MULTIMERCADO			●		
AÇÕES					●
MERCADO IMOBILIÁRIO			●		
PRIVATE EQUITY				●	

  

GLOBAL	(-2)	(-1)	NEUTRO	(+1)	(+2)
AÇÕES EUA	●				
AÇÕES EUROPA		●			
AÇÕES JAPÃO		●			
AÇÕES EMERGENTES			●		
CRÉDITO INVESTMENT GRADE		●			
CRÉDITO HIGH YIELD			●		
CRÉDITO EMERGENTES				●	
TÍTULOS SOBERANOS		●			
RENDA FIXA (LIVRE)			●		
COMMODITIES				●	
HEDGE FUNDS				●	
REAL ESTATE			●		

  

MOEDAS	(-2)	(-1)	NEUTRO	(+1)	(+2)
USD (Dólar x Cesta)			●		
EUR (Euro x Dólar)			●		
JPY (Iene x Dólar)			●	●	
BRL (Real x Dólar)			●	●	



**Renda Variável:** Seguimos com posição acima da média. A fase inicial do ciclo econômico, a robustez e capacidade de crescimento das empresas locais, os juros mais baixos por mais tempo, a mudança na maneira de investir do Brasileiro, a posição técnica saudável, são alguns dos motivos que devem continuar sustentando a bolsa local.

**Internacional:** Continuamos a ver um cenário desafiador internacionalmente. Por isso, favorecemos renda fixa a renda variável, e gestores ativos em detrimento a gestores passivos. Seguimos buscando produtos de “alpha” sobre produtos de “beta”.