

SUMÁRIO

MUNDO

Frágil, mas seguindo em frente.

MERCADO

Aguardando novidades!

BRASIL

Começo tumultuado.

Curva de Aprendizado

*"Não sabendo que era impossível, ele foi lá e fez."
(Jean Cocteau)*

"Curva de aprendizagem é uma representação do nível médio cognitivo de aprendizagem para uma determinada atividade ou ferramenta. Normalmente, o aumento na retenção de informações é mais aguda após as tentativas iniciais, e então gradualmente se equilibra, o que significa que cada vez menos informação nova é retida após cada repetição.



A curva de aprendizado também pode representar a dificuldade inicial de aprender algo e, em certa medida, o quanto há para aprender depois de familiaridade inicial, sendo assim, a curva de valor representa o aumento da facilidade de execução de certa atividade em função das informações retidas e adquiridas em meio as realizações." Wikipédia.

O Brasil vive um momento de mudanças políticas. Um novo grupo político ascendeu ao poder pela primeira vez, com uma agenda de costumes conservadora, uma agenda econômica liberal e uma tentativa de implementação de um modelo político que se afaste do presidencialismo de coalizão. Tudo isso ocorre em um pano de fundo de mudança na maneira do mundo se comunicar, com as mídias sociais ganhando um espaço anteriormente preenchido por meios de comunicação mais lentos e formais.

Se, por um lado, este novo pano de fundo para o Brasil traz esperanças, por outro lado, ele traz desafios, ruídos e volatilidade, até que um novo balanço de poder seja encontrado.

Acreditamos que o governo está no meio de uma "Curva de Aprendizado". Este processo tende a ser tortuoso, um pouco mais longo do que o normal e permeado de ruídos, com conseqüente volatilidade para os ativos brasileiros. Contudo, acreditamos que o país esteja na direção econômica correta (não cabe comentar, neste fórum, questões relativas à "agenda de costumes" e nem mesmo questões relativas a maneira desse governo se comunicar).

Existem riscos envolvendo a implementação desta agenda liberal, mas acreditamos que, por ora, estamos dentro do cronograma. A Reforma da Previdência avança no Congresso, não sem ruídos e atrasos. As concessões estão sendo implementadas. As Estatais apresentam planos de desinvestimento e melhora em suas administrações. Estes são apenas alguns dos avanços que vemos na agenda econômica local. Esperamos muitos outros ao longo dos próximos anos.

No tocante a economia, continuamos observando surpresas negativas de crescimento. As expectativas para o crescimento do PIB para este ano já migraram para um patamar abaixo de 2%. O desemprego melhora a passos muito lentos. Este quadro gera algum desconforto, mas nos parece insuficiente para alterar as expectativas mais construtivas para o país.

Não vemos mudanças substanciais no tocante ao cenário de inflação baixa, expectativas de juros (Taxa Selic) baixos por mais tempo, contas externas saudáveis e desafios estruturais no que diz respeito ao cenário fiscal. Este quadro já prevalece há alguns meses e continua sem alterações relevantes.

No cenário internacional, o mês de abril trouxe sinais de estabilização do crescimento na China, a confirmação de um cenário positivo para a economia dos EUA e a manutenção de um cenário desafiador para a Europa. Na China, o PIB do primeiro trimestre do ano surpreendeu as expectativas, com uma alta de 6,4% em relação ao mesmo período do ano anterior. Outros indicadores mostraram que os efeitos recentes dos estímulos implementados começam a fazer efeito por lá. A China deve passar por um período de estabilização. Ainda temos dúvidas, contudo, se esta estabilização será cíclica ou estrutural. Sabemos que a China detém instrumentos para lidar com eventuais desacelerações adicionais do crescimento, mas entendemos que o elevado grau de alavancagem da economia pode gerar problemas no futuro.

Nos EUA, a economia cresceu 3,2% (trimestre contra trimestre, anualizado), acima das expectativas. A abertura do número, contudo, mostrou um quadro qualitativo menos positivo, com questões pontuais como Estoques e Exportações sustentando a alta. A inflação no país segue baixa, talvez mais baixa do que o desejado. Vemos uma política monetária estável no horizonte relevante de tempo e um panorama relativamente construtivo para o país. Há riscos de contágio do resto do mundo para a economia dos EUA no médio-prazo.

A Europa continua se colocando como o “calcanhar de Aquiles” do mundo. Os indicadores mostram desaceleração adicional da economia da região. A Alemanha – maior economia da região e, por diversos anos, o grande pilar de sustentação da Europa – apresenta desaceleração rápida e acentuada. Além disso, o Banco Central Europeu dispõe de poucos instrumentos óbvios

para lidar com uma eventual crise na região, dado as taxas de juros ainda negativas e um balanço elevado. Vemos a Europa como o principal risco para o cenário econômico global na atualidade.

Temas de Investimento

De maneira geral, acreditamos que o Brasil esteja passando por uma mudança estrutural profunda, jamais vivida, que será percebida apenas ao longo do tempo. As taxas de juros devem permanecer mais baixas por mais tempo, nem que isso implique em algum ciclo moderado de alta da taxa Selic em algum momento dos próximos anos (alta de 1,5 a 2 pontos percentuais).

Entendemos que a Reforma da Previdência seja importante, mas há outros vetores da agenda econômica que já avançam e ainda são pouco percebidos pela sociedade e

| 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 | | | ● | | |
| 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) | | | | ● | |



pelo mercado (concessões, redução do Estado, simplificação, redução dos bancos públicos, agenda BC+, entre vários outros).

O processo de mudança não será linear. Será um processo longo e tortuoso. Contudo, uma visão de longo-prazo demanda uma postura diferente daquela vista ao longo das últimas décadas, onde o CDI reinava soberano como principal ativo nas carteiras, proporcionando liquidez, rentabilidade e alguma segurança. Diversificar é a palavra da vez.

Vale aqui um breve comentário sobre cada classe de ativo:

Renda Fixa High Grade: Apesar de sermos bastante otimistas com a economia e a saúde financeira (na média) para as empresas locais, o mercado demonstra um balanço de oferta e demanda ruim. Os spreads estão excessivamente fechados, as emissões ainda engatinham e há demandas em excesso no mercado após o crescimento exponencial dos fundos de crédito no país nos últimos anos. Ou seja, risco baixo, mas taxas muito baixas e não atrativas.

Renda Fixa High Yield: Neste caso, vemos enormes oportunidades de crescimento da classe. Ainda existem poucos gestores especializados e com histórico longo e comprovado, mas é um setor do mercado que vemos enorme potencial nos próximos meses e anos, com a redução da participação dos bancos públicos no mercado de crédito corporativo.

Juros Curtos: Acreditamos em Taxa Selic estável no horizonte relevante de tempo. Vemos pouca probabilidade de abertura de taxa de juros, mas um carregamento apenas irrelevante nesta parte da curva. Preferimos a parte longa, especialmente da curva de juros reais.

Juros Longos: Em um mundo de baixo crescimento, se o Brasil fizer o seu dever de casa, os juros reais da economia serão uma aberração olhando o mundo. Mesmo com algum ciclo moderado de alta da Taxa Selic em algum momento dos próximos 2 a 3 anos, a curva longa, especialmente de juros reais, pode apresentar um carregamento enorme e a possibilidade de ganhos não desprezíveis de capital.

Multimercados: A classe vem passando por um período grande provação. Estamos revendo as alocações e efetuando estudos mais profundos sobre como desenvolver uma carteira que de fato traga diversificação e alfa (ganhos provenientes de estratégias diversas) nas carteiras. Estamos migrando nossas análises para fundos de nicho, que saiam um pouco da concentração em fundos "Multimercado Macro".

Renda Variável: Apesar do baixo crescimento do país, vemos um setor corporativo cujos lucros devem crescer na ordem de 20% pelo segundo ano consecutivo. Juros baixos por mais tempo devem estimular a economia e a agenda liberal pode ajudar a destravar crescimento, investimentos, renda e emprego. O processo será longo, mas pode ser bastante positivo. Teremos volatilidade e precisaremos aprender a conviver com ela. Vale lembrar que os EUA passaram cerca de 10 anos após a crise de 2008 crescendo na faixa de 1% a 2% ao ano. Os juros permaneceram baixos e o setor corporativo foi capaz de se adaptar, apresentando crescimento de lucros muito acima do PIB. Isso manteve a bolsa local em uma clara tendência de alta. Assim, acreditamos que existem outras variáveis que possam dar sustentação à bolsa do país ao longo do tempo.

Táticas/Hedges: Gostamos de ter alocações em fundos táticos ou de hedge. Neste momento, a maioria das alocações de proteção está em mercados externos.