

SUMÁRIO

MUNDO

Início do Brexit, eleições europeias e a primeira derrota de Trump.

MERCADO

Mais volatilidade!

BRASIL

Reformas, reformas e reformas.

De volta à política...

“Políticos e fraldas possuem uma coisa em comum. Ambos devem ser trocados regularmente, e pela mesma razão.”

(Mark Twain, tradução nossa)

Chegamos ao final do primeiro trimestre do ano (apesar de parecer mais) e os principais pontos que tomam conta do noticiário e das perspectivas de cenário não mudaram muito.

Começando pelo local, todas as atenções estão voltadas para a Reforma da Previdência. Continuamos acreditando que será aprovada uma reforma aceitável, sem grandes mudanças na sua espinha dorsal. Porém, como já havíamos comentado, não vai ser uma aprovação tranquila, teremos muitas negociações e concessões, pois se trata de uma matéria impopular. Resumindo, teremos volatilidade!

Na parte econômica, a inflação continua a surpreender com dados mais baixos e é bem possível que para o ano fechado de 2017 fique abaixo de 4%! Destaque para queda vertiginosa da inflação de serviços, em níveis completamente inéditos.



Em mês de reunião do Copom, a expectativa do mercado é que haja uma aceleração no ritmo do ciclo de corte. Devemos ter a Selic reduzida em 1 (um) ponto percentual, o que foi referendado inclusive pelo próprio Banco Central em seu último Relatório Trimestral de Inflação.

Quando olhamos para a atividade, ainda temos números bem ruins. Os índices de confiança continuam melhorando, mas o impacto na economia real nos últimos 2 anos de fato foi avassalador. De boa notícia tivemos o primeiro saldo de criação de empregos desde Março/2015, no dado divulgado de fevereiro (Caged), porém, devemos demorar aproximadamente uma década para a retomada do nível de empregos pré-crise.

Os pontos acima nos levam a um cenário de juros mais baixos, portanto um ciclo de cortes mais profundo por parte do Banco Central. É provável que os juros reais fiquem abaixo do equilíbrio (esse número é discutível, mas vamos pensar em algo próximo de 4,5%) e a Selic pode vir perto de 8% ainda esse ano.

Já no âmbito fiscal, tivemos a divulgação do orçamento para esse ano, com uma meta de déficit primário de R\$ 139 bilhões e um rombo nas contas da ordem de R\$ 58 bilhões. A nova rodada de repatriação deve trazer receita adicional e os leilões de aeroportos foram bem sucedidos (apesar do pequeno volume, foi uma boa sinalização), mas ainda assim está longe de ser suficiente. Para fazer essa conta fechar, o governo vem anunciando uma série de cortes e existe uma possibilidade real de aumentos de impostos.

Sobre os riscos que rondam esse cenário nada de novo no horizonte. Continuam sendo eles: Lava Jato (chegar perto de Temer), a não aprovação (ou desfiguração) da Reforma da Previdência e o julgamento no TSE da chapa Dilma-Temer (a chapa chegou a esquentar um pouco e logo esfriou de novo).

Já no exterior, começando pelos EUA, tivemos alguns eventos importantes, que

mexeram bastante com os mercados nas últimas semanas.

O FED finalmente subiu os juros em 0,25 ponto percentual, mas veio com um comunicado muito mais manso comparativamente aos seus últimos discursos. Com isso, diminuiu-se bastante a pressão de alta sobre as taxas dos títulos públicos americanos (a famosa *Treasury*).

Trump teve seu primeiro grande desafio no Congresso e o resultado não foi muito positivo. A votação para acabar com o programa de saúde Obamacare não passou e pela primeira vez desde a eleição, o mercado percebeu que Trump não vai conseguir fazer tudo que quiser, demonstrando que o processo de pesos e contrapesos do governo americano continua funcionando bem. Ainda veremos novas discussões no Congresso, com o recém-enviado orçamento fiscal e, futuramente, com o teto de gastos. Acompanharemos de perto!

Deixando a política um pouco de lado, a economia americana continua bem sólida, com dados melhores tanto na atividade, como na confiança e no mercado de trabalho.

Passando para a questão geopolítica, vemos o presidente Trump um pouco mais conciliador. O encontro com o presidente Chinês, Xi Jinping, ocorrendo no início de abril é importante para dar o tom de como será a relação entre as duas maiores economias do mundo. Vale mencionar também, os constantes *tweets* contra a Coreia do Norte e o recente bombardeio à Síria, como retaliação ao ataque com arma química que ocorreu no país. (Importante acompanhar também a relação com a Rússia depois disso, Putin certamente não ficou feliz).

Já no radar europeu, passadas as eleições holandesas, onde tivemos uma importante vitória para a União Europeia (partido de centro-direita se sagrou vencedor), todos os holofotes se voltam para a França. O primeiro turno parece estar mais embolado do que nunca! Macron (centro) e Le Pen (extrema-direita) se alternam na liderança (25% e 24% das intenções na última pesquisa) e Fillon (centro-direita) vem logo em seguida após uma arrancada nos últimos dias (após o último debate), com 19%. Logo atrás temos Jean-Luc Mélenchon (centro-esquerda) que alcançou 17%. Macron segue favorito e Le Pen continua perdendo no segundo turno para Macron e Fillon, porém a disputa se intensifica perto da reta final.

Na Alemanha, Frau Merkel retomou a liderança nas pesquisas, mas ainda tem bastante água para rolar, voltaremos a esse assunto mais perto das eleições que acontecerão em Setembro.

Na Zona do Euro, a inflação continua a incomodar os germânicos, enquanto o Banco Central, em sua última reunião, manteve as políticas de estímulos inalteradas. Difícilmente veremos alguma mudança relevante de política monetária antes dos resultados das duas eleições mais importantes da região.

Após diversas idas e vindas ao parlamento, os britânicos finalmente iniciaram o processo do Brexit com a ativação do Artigo 50 do Tratado de Lisboa. Ainda temos mais perguntas do que respostas sobre como se dará esse divórcio, fator que está impactando a libra e o *Bank of England* (BoE). Em reunião recente, o BoE manteve a taxa de juros inalterada, mesmo com a alta pressão inflacionária. A surpresa ficou por conta do primeiro voto dissidente, advogando por uma alta na taxa.

Por fim, temos poucas novidades vindas do Oriente. A China lançou algumas medidas para desaquecer as vendas de imóveis. Com a meta de crescimento estabelecida em 6,5% para o ano de 2017, vemos uma situação mais estável nos dados, com melhoras na margem dos PMIs (índices de gerente de compras) e a volta das reservas ao nível acima de USD 3 trilhões.

No Japão, tivemos mais uma reunião do banco central, com o mesmo resultado: manutenção das políticas de estímulos. Destaque para os indicadores de confiança

(em especial o Tankan) que vem confirmando um melhor momento para o país.

Quadro Resumo

Claramente o mês de Março teve um pouco mais de emoção que os dois primeiros meses do ano.

Bolsas americana e japonesa sofreram, enquanto as europeias andaram bem. Estamos reticentes com o mercado acionário global, em especial o americano. Entendemos que alguns setores podem se destacar, mas o mercado tem precificado o chamado “*Trump Trade*” à perfeição, o que não concordamos.

Continuamos positivos com os investimentos alternativos lá fora, com os *hedge funds* (equivalentes aos nossos Multimercados) com boas perspectivas.

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		■	

No mercado local tivemos um mês também de volatilidade e resultados díspares. Bolsa devolveu parte dos fortes ganhos do início do ano, enquanto o Dólar se apreciou em relação ao Real e os juros ficaram de lado.

Com a inflação surpreendendo para baixo e a sinalização de um ciclo mais profundo de cortes, continuamos gostando de títulos (públicos e privados) pré-fixados e atrelados à inflação (juros reais). Porém, veremos volatilidade nesse mercado até a definição da Reforma da Previdência e pretendemos aproveitar as boas oportunidades ao longo deste caminho.

Também continuamos gostando dos Multimercados locais, com viés maior para os que possuem estratégia Macro. Estes estão sendo os grandes vencedores em termos de rentabilidade nos últimos 12 meses.

Em renda variável, temos uma convergência de fatores que podem ser bem positivos para bolsa, como fluxo de estrangeiros e do mercado institucional local, a queda da taxa de juros e a recuperação da economia e da confiança. Vale mencionar que veremos também volatilidade nesse mercado, mas já vemos boas oportunidades para alocações visando o médio/longo prazo.

Dada a recente alta do Dólar, estamos um pouco mais neutros nessa posição, especialmente contra o Real. Porém, ainda vemos valor em uma posição como proteção às posições pró Brasil (juros e bolsa).

Estratégia em Destaque

Diante de nosso cenário mais construtivo com bolsa local, vamos falar esse mês de nossa estratégia para alocação em Renda Variável.

No ano passado vimos um movimento interessante de valorização nessa classe de ativos, com retorno expressivo do Ibovespa. Como de costume, em anos de forte rentabilidade, observamos a gestão ativa apresentar performance pior que o índice.



Nesse ano, entretanto, a nossa percepção para a classe ainda é positiva, mas com viés mais voltado para a geração de valor através da boa escolha dos papéis (*stock picking*).

Por esse motivo, a nossa estrutura de investimentos em ações ocorre predominantemente 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*).

Como exemplo da nossa gestão dinâmica passamos 2015 bem defensivos, com destaque para estratégias de Dividendos e posição elevada de caixa, com isso conseguimos nos defender um pouco contra o resultado negativo dos mercados. Até meados de 2016 focamos parte do portfólio em estratégias mais aderentes ao índice, pelo motivo supracitado de que em anos de forte alta o índice tende a performar melhor que a gestão ativa. Já a partir do segundo semestre do ano passado estávamos vendo mais oportunidades em fundos de valor e, por isso, aumentamos a alocação em fundos com essa característica. Além disso, na mesma época também iniciamos uma posição em fundos chamados de *Small Caps*, que investem em empresas menores e com menor liquidez. Em nossa visão, essa classe de ativos costuma ser a segunda derivada de um movimento estrutural de alta de bolsa.