

SUMÁRIO

MUNDO

Os mercados internacionais tiveram um dos piores começos de ano que se tem notícia!

MERCADO

Aversão ao risco foi o nome do jogo em janeiro!

BRASIL

Em um mês de recesso político o destaque ficou por conta da guinada no Banco Central e da piora da situação política e policial de Lula. .

Um começo complicado!

E toda a expectativa de um começo de ano turbulento mais que se concretizou. Talvez não nos resultados, pois nossas carteiras estavam bem preparadas para tal movimento e os resultados mensais foram bem razoáveis, mas sim na volatilidade e na magnitude dos movimentos nos ativos de maior risco os quais detalharemos abaixo. Com exceção das posições em bolsa pelo mundo, tiramos muito proveito da renda fixa, principalmente da indexada a inflação, que rendeu muito bem. Nossos multimercados também tiveram fortes retornos, provenientes dos mercados de juros e câmbio.

Depois de meses onde o foco foi o nó político interno, surfamos o mês de janeiro ao sabor dos dados Chineses, da derrocada do Petróleo e das dúvidas sobre o aperto monetário do FED nos Estados Unidos. No relativo do baque que o mercado internacional tomou, seja nas bolsas ou nas moedas, podemos dizer até que sofremos pouco! O sentimento aqui é o de que, como nossos ativos se depreciaram muito no ano passado, estamos naquele patamar que qualquer queda maior abre oportunidade de compra e, com isso, o mercado meio que se segura e fica em compasso de espera.

Na última semana de janeiro a situação melhorou lá fora, com investidores aproveitando as fortes realizações dos mercados ao redor do globo para montar novas posições. Enquanto isso, aqui tivemos a surpresa pela manutenção da taxa SELIC em 14,25% aa, com um direcionamento de que o juros não deve passar desse patamar e podem até começar a cair no final do ano, deixando claro o posicionamento do governo de tentar resgatar o crescimento em detrimento de focar no combate a inflação que está acima da meta. Este provavelmente será o principal tema do ano. Ou seja, se a inflação cederá pelas pressões externas e pela recessão ou se ela vai sair ainda mais do controle, devido a indexação de nossa economia e também a falta de ancoragem de expectativas por parte do mercado.

Vamos acompanhar atentamente o retorno agora em Fevereiro do recesso parlamentar para entender para que lado iremos na questão política com relação a aprovação de novos impostos e encaminhamento das reformas cruciais para a melhora das contas publicas do país. Abaixo analisaremos nosso quadro de ativos e detalharemos o que estamos fazendo nas carteiras.

Quadro Resumo

No último quadro de alocação de 2015 nós executamos, de um modo geral, movimentos de redução exposição ao risco em ações globais, ações brasileiras, crédito brasileiro e no real. Este movimento foi providencial frente ao péssimo começo de ano na totalidade dos ativos de risco disponíveis.

O SP500, que chegou a cair mais de 11% no mês, fechou com perdas de 5%. O mesmo se aplica para o Eurostoxx, que chegou a perder quase 13% e fechou com perdas de cerca de 7%. O mesmo se aplica ao mercado de commodities onde o petróleo chegou a cair 28% e fechou o mês com perdas de 13%. Por aqui, também acompanhamos a aversão ao risco, com o Ibovespa chegando a cair mais do que 14% e encerrando o mês com perda de pouco menos de 7%. O Real, que terminou 2015 em R\$ 3,96, chegou aos R\$ 4,17 para encerrar o mês em relativa tranquilidade, aos R\$ 3,99.

Afinal, o que trouxe tanto mau humor aos mercados? A tese de que foi a queda da bolsa chinesa definitivamente não se sustenta. É um mercado fechado, onde 90% dos investidores são pessoas físicas que não fazem a menor ideia do que compram ou do que vendem. Mesmo após essa correção é uma bolsa ainda cara, negociando em múltiplos de lucro acima de 60 vezes.

Mas a economia chinesa não tem desacelerado? Sim, deveremos ter neste ano um crescimento de 6%. Não se trata de uma aterrissagem forçada e sim da troca de motores de uma economia calcada na indústria e na exportação por uma economia calcada em serviços e consumo. É um processo normal, de quem deseja deixar de ser o montador dos celulares dos outros e passar a ser reconhecido por design e, principalmente, por marca, como no caso dos celulares da Xiaomi.

Encontramos, para a carnificina de janeiro, uma explicação mais razoável na debacle do petróleo. Que começou com a decisão dos antigos produtores de tirarem do jogo os novos produtores (*shale gas* e *pré-sal*), com alguma pitada geopolítica (pressão na Rússia) e ganhou vida própria. O processo escalou. De repente os produtores se viram tendo de vender um 'x%' a mais de quantidade para manterem o mesmo patamar de receitas. Países como Arábia Saudita rodam com déficits fiscais da ordem de 15% do PIB. Naturalmente essa reversão levou os bancos centrais e fundos soberanos a venderem uma parte de suas posições em ativos de risco. Juntando isso tudo a preços que já não eram exatamente baratos entende-se porque tivemos um começo de ano tão negativo nos ativos externos.

No Brasil não tivemos muitas novidades no cenário político, onde de relevante tivemos a surpreendente guinada do Banco Central (e sua perda de credibilidade) somada com a deterioração da situação do ex-presidente Lula, acossado por diversas investigações de ilícitos. De um modo geral a bolsa brasileira seguiu o mercado externo (e o petróleo), enquanto que o mercado de juros ganhou vida própria com esse novo Banco Central. O real frente ao dólar se comportou até bem, diante do mês de grande aversão ao risco. Após esse deslocamento de preços, promovemos as seguintes alterações táticas em nossa alocação:

Em *commodities*, após longo tempo na neutralidade (que tanto pode ser seguir o peso de um determinado índice para quem segue uma gestão sobre um determinado benchmark, ou nenhuma posição para quem segue a gestão do tipo retorno total), demos um passo positivo. Em especial no petróleo. Neste patamar

estamos assistindo a uma verdadeira destruição de valor na cadeia produtiva, com diversos projetos sendo abandonados. Em algum momento a retirada de oferta nos trará para um novo equilíbrio com a demanda, trazendo alguma recuperação de preços. Neste patamar ao redor de USD 30 achamos que um começo de posição comprada faz sentido.

Nas ações globais ainda preferimos resistir a uma posição comprada. Vamos esperar.

Nas ações brasileiras saímos do neutro na casa dos 40 mil pontos e fomos para uma posição moderadamente positiva. Sempre lembrando que o fundo da crise de 2008/09, se corrigido pela inflação nos traria hoje para um Ibovespa acima de 45 mil pontos. Em termos reais, estamos abaixo do pior momento da crise.

Temos conversado com analistas e alocadores estrangeiros. Basicamente todos estão animados com os preços baratos dos ativos brasileiros (em dólar, especialmente) e esperando um motivo para comprar. Basicamente eles tem preço mas não tem motivo ainda para comprar. O que poderia ser esse motivo? Notamos que o mercado acionário ficou bem animado com as notícias sobre Lula. Hoje o mercado considera o *impeachment* um tanto quanto frio. Qualquer fato que requeire o assunto animaria o mercado.

No mercado de juros assistimos um fechamento sem precedente para as taxas curtas, o Janeiro 2017 começou o mês em 15,87% aa e fechou o mês em impressionantes 15,52%. Foi um movimento tecnicamente impossível da maioria dos gestores capturarem, pois foi um movimento político. Continuamos insistindo na alocação em IPCA. Os últimos movimentos reforçam isso. Teremos menos SELIC e mais IPCA. Simples assim.

Em moedas estamos um pouco mais construtivos com o Real;

- ✓ Contas Externas com déficit da ordem de USD 50 bi com IED (se repetir 2015) da ordem de USD 75bi. Ou seja, fluxo equilibrado e positivo.
- ✓ FED mais manso e BCE, PBOC e BOJ em *easing mode*. Cavalaria chegou!
- ✓ Potencial de arrecadação e até internação de parte dos USD 400 bi de brasileiros no exterior. Estima-se que 30% disso pode aderir a anistia. Se 20% dos 30% trouxerem o \$ temos ai mais USD 24 bi.
- ✓ *Commodities* fazendo um piso pois estamos vendo corte de supply e isso se traduzirá em uma nova curva com a demanda.
- ✓ Quem sabe, talvez, tenhamos uma boa notícia da Lava Jato. Por hora isso é uma opcionalidade positiva, sem custo.
- ✓ Com esse mix de fundamento e potencial de fluxo estamos bem mais construtivos em relação ao BRL.

O que não significa talvez que nossa moeda feche o ano abaixo do fechamento de 2015, R\$ 3,96, mas que talvez tenha muita dificuldade para ultrapassar o carregado do CDI, que grosso modo seria algo como R\$ 4,53. Colocando um prêmio pelo risco, algo que pelo menos vá para acima de R\$ 4,70.

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

Vamos iniciar o ano de 2016 falando da estratégia de crédito que chamamos de *High Grade* (HG), ou seja, créditos de melhor qualidade.

Na nossa revisão de cenário mostramos preocupação com risco de crédito em geral, especialmente crédito *High Yield* (HY), que são empresas com balanços menos robustos e que não possuem grandes linhas de crédito nos bancos. Os fundos HY têm como característica prazos de resgates mais longos, acima de 180 dias e buscam maior rentabilidade. Porém, como estamos preocupados com a economia e com as empresas nesse momento, preferimos privilegiar a maior liquidez e aproveitar que boas empresas estão pagando taxas mais altas.

Quando falamos em fundos de crédito, nossa visão é que quanto mais diversificada a carteira, melhor. O motivo disso é que riscos de empresas individuais acabam sendo minimizados dentro do portfólio. A estratégia como um todo vai diminuir um pouco e a ideia é utilizar diversos fundos para compor a carteira, com participações pequenas. Priorizando fundos mais líquidos e que busquem retornos próximos a 110% do CDI.

Vale mencionar que estamos aproveitando boas oportunidades com gestores que já são aprovados e que estão montando novas carteiras, pois as condições para quem tem dinheiro novo nesse momento nos parecem bem interessantes.