

SUMÁRIO

MUNDO

A cavalaria vem em socorro do mercado.

MERCADO

Os ativos globais tem um mês de expressiva valorização. E o tom positivo deve continuar.

BRASIL

De paciente agudo nos tornamos um paciente crônico, com os problemas devidamente 'barrigados' para depois do carnaval.

Respirando...

Após dois meses de forte deterioração e alta volatilidade nos mercados, a volta de um pouco mais de racionalidade nos preços marcou o mês de Outubro. Já era de se esperar que em algum momento no curto prazo teríamos uma melhora relativa, devido a atratividade de preços que se abre após movimentos de forte stress de mercado.

Lá fora, a maior economia do mundo continua em compasso de espera para o primeiro aumento dos juros americanos pós-crise de 2008. Após longo período de juro zero, a expectativa torna o evento maior do que realmente ele será (aumento de 0,25% na taxa de juros) causando apreensão e volatilidade ao redor do mundo. Tal parcimônia do FED com a situação acalmou a escalada do dólar e fez com que a moeda devolvesse parte da alta em Outubro. Contra o Real a queda foi de quase 3%.

Ainda no cenário externo, Europa e China contribuíram para uma melhora de ambiente, se mostrando vigilantes com o baixo crescimento e com os perigos da baixa inflação, dando a entender ao mercado que se for necessário, novos estímulos (entenda-se aqui mais liquidez no mercado) serão utilizados. Estes sinais se traduzem no mercado através de um aumento de apetite a risco e, conseqüentemente, na busca por ativos que pagam maiores taxas, incluindo ai países emergentes como o Brasil, que foram os que mais sofreram com o movimento de Agosto e Setembro.

Internamente, como falaremos abaixo no Quadro Resumo, a parte política que continua nos rondando, parece que não será resolvida até ano que vem. Com a resolução dos problemas sendo empurrada com a barriga, o prêmio nos ativos permanece, mas sem acontecimentos mais traumáticos, os movimentos vistos recentemente diminuem, abrindo espaços para oportunidades táticas de curto prazo, originadas por fluxo e não por fundamento. Aqui, continuamos vigilantes, pois mesmo com a sensação de que tudo ficará para o ano de 2016, sempre poderemos ter algo novo que poderá mexer fortemente com os mercados. Abaixo detalharemos um pouco mais dos movimentos dos índices no mês que passou, assim como quais as principais posições e mercados que estamos apostando algumas de nossas fichas.

Quadro Resumo

O mês de outubro trouxe alguma recuperação nas cotações e um pouco de paz de espírito aos mercados, bastante amassados após um agosto e um setembro de amargar.

Basicamente assistimos números econômicos não tão ruins pelo globo e um decisivo e coordenado apoio da cavalaria lá fora (aqui dentro não podemos dizer que temos uma cavalaria). O Banco Central Chinês (PBOC) nos trouxe uma redução da taxa de juros e também alguma liberação do depósito compulsório dos bancos. Além disso, o governo reduziu a parcela de entrada requerida para o chinês comprar sua primeira casa. Cabe ressaltar que dos principais bancos centrais, o chinês é que tem ainda maior espaço de manobra em termos de afrouxamento monetário.

Na Europa, o sempre atento Mário Draghi sinalizou com uma expansão temporal do seu programa de afrouxamento quantitativo, bem como um aumento do escopo do programa. Isso deverá ocorrer na reunião natalina do Banco Central Europeu, o ECB.

Com isso tivemos um tom mais positivo com a valorização dos ativos globais. As ações americanas fecham o mês com o S&P500 valorizando-se 8,30%, enquanto na Europa a valorização foi de 10,24% e no Japão foi de 9,75%. Também sobrou espaço para outros ativos, como os papéis de *high yield* americanos subirem 2,58% e até os combatidos emergentes saíram da lama, subindo o MSCI 7,04%.

No plano doméstico pode-se dizer que a crise brasileira passou da fase aguda para a fase crônica. A relação da sociedade brasileira com o seu governo lembra aqueles casamentos onde um dos cônjuges reclama bastante do outro, mas nada de procurar um advogado. De concreto tivemos que a saída de Mercadante e a entrada de Jaques Wagner na Casa Civil serviu para desanuviar um pouco o ambiente beligerante. Porém o fato é que o Brasil encontra-se em um impasse entre governo, oposição e Cunha. Onde todos apontam a arma para todos e ninguém atira. Nos filmes, esse tipo de impasse é resolvido com a entrada de um terceiro

Alocação Global	NEGATIVO	NEUTRO	POSITIVO
Ações			█
Crédito (IG/HY)			█
Bônus Soberanos	█		
Commodities		█	
Alternativos (Hedge Funds)		█	
Real Estate			█
Alocação Brasil	NEGATIVO	NEUTRO	POSITIVO
Ações			█
Crédito			█
Bônus Soberanos CDI		█	
Bônus Soberanos Inflação			█
Bônus Soberanos Pré			█
Alternativos (Hedge Funds)		█	
Isentos CDI		█	
Isentos Inflação / Pré			█
Real Estate		█	
Alocação Moedas	NEGATIVO	NEUTRO	POSITIVO
USD			█
EUR		█	
JPY		█	
BRL			█

personagem que entra atirando. No cenário atual esse *outsider* pode ser a ou operação Lava Jato ou a Zelotes, que se aproximam perigosamente de Lula e sua família.

Enquanto o *outsider* não vem, o cenário base é empurrarmos tudo para após o carnaval, afinal é Brasil, não é mesmo? Na ausência de algum grande fato interno, os mercados no curto prazo devem trabalhar mais atrelados ao exterior e com isso pegar alguma carona com a maior propensão ao risco como já comentado acima. Mas devemos nos lembrar que o pano de fundo ainda é um fundamento econômico ruim imerso em um cenário político bem frágil.

Com isso, continuamos positivos (de uma maneira mais estratégica) com os ativos de risco fora do Brasil, nominalmente bolsas europeia e japonesa e títulos *high yield* nos EUA e na Europa. No Brasil o tom também é mais positivo, porém com um viés mais tático. Afinal não dá para dormir muito com um urso rondando do lado de fora da casa.

Na renda fixa local nos chama a atenção do aumento brutal da inflação implícita (expressa no diferencial de taxas entre o pré fixado nominal e os títulos de inflação). Os números nos dizem que o mercado espera uma inflação anual de 9% para os próximos 3 anos. Dependendo de sua visão de macroeconomia brasileira no futuro próximo, poderemos ter muito prêmio nesses títulos pré-fixados ou então estamos entrando em uma nova fase de nossa história econômica, onde teremos perdido em grande medida os benefícios do Plano Real. Oportunamente iremos soltar um texto específico sobre isso. Ao lado vemos a discrepância entre os dois instrumentos.



Estratégia em Destaque

Nesse mês iremos falar de uma estratégia recente que montamos, trata-se de uma carteira ativa, composta somente por títulos públicos e que busca uma melhor alocação entre os ativos e indexadores de acordo com o nosso cenário e percepção de mercado.

Os ativos que podem compor a carteira são: LFTs (pós fixado), LTNs (pré fixado) e NTN-Bs (IPCA + taxa pré fixada).

A ideia dessa estratégia é explorar o momento atual das taxas dos títulos soberanos brasileiros, mas com uma agilidade maior do que simplesmente carregar as posições passivamente.

Fizemos diversos estudos da relação Risco x Retorno entre esses ativos ao longo dos últimos 12 anos, com a finalidade de termos um ponto de partida, uma alocação que seria a ideal nos últimos anos e que se tornaria nosso ponto "neutro" e base de comparação para a estratégia.

A composição desse benchmark ideal é a seguinte: 25% IMA-B (índice das NTN-Bs), 25% IRF-M (índice das LTNs) e 50% IMA-S (índice das LFTs). Essa foi a carteira inicial do fundo e que serve de parâmetro quando estivermos otimistas, pessimistas ou neutros em relação ao cenário macroeconômico e aos mercados.

Tivemos nos últimos meses uma forte abertura das taxas de juros, e juntamente com isso, uma inflação que não para de subir. Entendemos que os níveis de taxa já são bem interessantes, mas preferimos aumentar exposição via NTN-Bs, pois conseguimos nos defender de um possível aumento da inflação daqui para frente.

Nossa posição atual está 23,7% em LTNs (abaixo do benchmark e com maior concentração no vértice Jan/2019), 32,5% em NTN-Bs (acima do benchmark e com maior concentração nos vencimentos 2022 e com menos exposição para 2050) e 43,8% em LFTs (abaixo do benchmark, essa parcela roda bem próxima ao CDI).

Essa estratégia teve início em Março/2015, e entendemos que o momento é muito propício para uma alocação visando o médio/longo prazo, em que temos as taxas de juros nominais e principalmente juros reais em níveis bem atraentes.

Porém, vale a ressalva de que esses ativos podem passar por momentos de alta volatilidade, e podemos ter retornos negativos em determinados períodos.