

# SUMÁRIO

## MUNDO

Por ora o coquetel continua. Olho na porta de saída.

## MERCADO

Um ensaio de volatilidade em setembro. Porém não passou disso.

## BRASIL

A sociedade dá a mensagem que apoia e deseja as reformas

### Bolhas e Coquetéis

*“Fear and euphoria are dominant forces, and fear is many multiples the size of euphoria. Bubbles go up very slowly as euphoria builds. Then fear hits, and it comes down very sharply. When I started to look at that, I was sort of intellectually shocked. Contagion is the critical phenomenon which causes the thing to fall apart.”*

**(Alan Greenspan)**

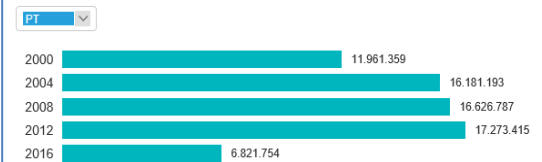
O mês de outubro começa com um firme recado das urnas. Os eleitores deixaram claro que desejam mudanças no país. O principal perdedor foi o Partido dos Trabalhadores. De 630 prefeitos o PT encolheu para 256 em nível nacional e de 70 prefeitos em São Paulo ele encolheu para apenas 8. Também em São Paulo, o PT não apenas não venceu na periferia da capital, como também não fez um prefeito no entorno da cidade, redutos tradicionais do petismo. Em número de votos não ficou diferente, um tombo de 60% em relação a 2012. Se havia algum tipo de temor de uma volta de Lula em 2018, pode-se dizer que esse temor se reduziu muito. E isso diz muito para o mercado!

Do lado dos vencedores temos o PSDB que cresceu o número de prefeituras de 701 para no mínimo 793, e aumentou o seu total de votos de 13,8 mm para 17,6 mm de votos.

O PMDB manteve-se no patamar de mil prefeituras, porém um tanto quanto longe das capitais e grandes cidades. Outros partidos da base aliada tiveram um bom crescimento.

#### VOTAÇÃO POR PARTIDO

Total de votos para prefeito em 1º turno



Fontes: TSE  
Confira mais infográficos da Folha

Com isso, do lado do PSDB, temos Geraldo Alckmin se capacitando como o nome do partido para 2018 e, do lado do governo, temos um presidente Michel Temer com capital político para aprovar as reformas importantes para a equação fiscal do país, a PEC 241 e a reforma da previdência. Com a votação expressiva do PSDB, partido de cunho claramente fiscalista, fica patente que a população referendou essa agenda na eleição municipal. Com isso resolvemos dois problemas de uma só vez, a oposição petista, bem enfraquecida, e o apoio popular que faltava para a agenda de reformas.

Acreditamos que isso não seja um padrão, mas nos parece que quando a economia está bem, as partes menos favorecidas da sociedade votam na esquerda, com objetivo de dividir o bolo. E quando há uma crise, essas partes menos favorecidas votam em partidos de centro/direita, pois sabe que são eles que criam o bolo.

As eleições americanas entram na sua reta final, o cenário ainda é incerto, ainda que a candidata Clinton tenha aberto uma certa vantagem após o primeiro debate nacional, na última semana de setembro. O candidato Trump já tirou vantagens até maiores em um passado recente e não se pode afirmar que a peleja esteja resolvida. No voto popular a candidata democrata tem quase 4% de vantagem, o que se traduz em 308 contra 230 colégios eleitorais, o que é fluido, pois temos cerca de 100 colégios eleitorais onde a diferença entre os candidatos está na margem de erro. Ainda teremos mais dois debates pela frente e alguma volatilidade nas pesquisas. O ponto, para nós e para o mercado em geral, é que os dois candidatos são ruins para a economia americana. Ambos têm uma agenda de crescimento de gastos e de revisões (para pior) de acordos comerciais, o que no fim do dia diminui crescimento e gera inflação.

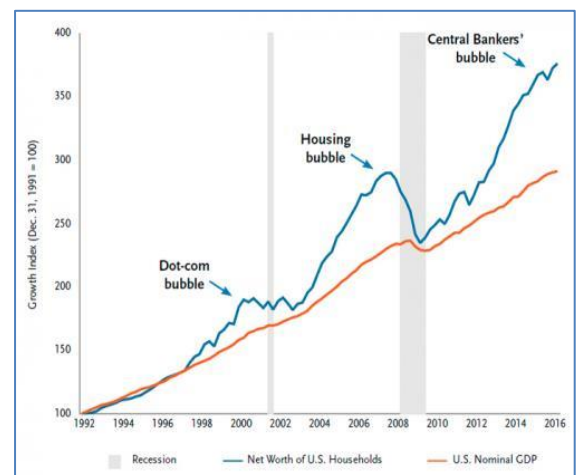
No front econômico, a grande figura americana é de uma economia que vai saindo de um crescimento anual de 2.0-2.5% para 1.0-1.5% e de uma inflação que já até ultrapassa a meta de 2.0%. O que torna o trabalho do banco central americano, o

FED, nada trivial. Mesmo com a vitalidade e empreendedorismo da maior economia do mundo, temos um viés negativo para ativos americanos por dois motivos, a atual dinâmica dos números e um quadro político que será pior em relação ao que temos hoje.

ECB (Banco Central Europeu) e BoJ (Banco Central Japonês): Os dois continuam em modo “injeção de liquidez”. O ECB comprando EUR 80 bilhões por mês de ativos (e taxa de juros negativa). O programa europeu vai pelo menos até março de 2017 e a expectativa é de continuidade. Hoje a Europa não tem condições de sair do programa de estímulos. O BoJ foi mais longe. Em um movimento que não vemos desde o pós-guerra em um banco central, ele fixou a taxa de juros dos títulos de 10 anos em zero e declarou que irá continuar comprando títulos até que a inflação passe de maneira substancial os 2% ao ano.

Já falamos aqui que taxas negativas e curvas de juros que não são positivamente inclinadas simplesmente detonam os modelos de negócio de bancos, fundos de pensão e seguradoras, entes importantes para a economia como um todo. Também já falamos aqui que a atual atuação dos bancos centrais impede a correta alocação de recursos na sociedade baseada em retorno ajustado ao risco, o grande pilar do capitalismo.

Os bancos centrais globais estão estimulando um grande cassino e ainda vão dobrar a aposta. Vejam só que o FED está considerando incluir no seu rol de ações a compra de renda variável quando o momento assim o pedir. Com juros perto de zero, injeção de liquidez e ainda uma ‘put’ do FED gratuita quem é que vai gastar tempo analisando direito os seus investimentos? Compra qualquer porcaria que a Tia Yellen garante! Bem, por ora a bebida ainda está sendo servida, mas a história mostra que essa aventura ainda vai acabar mal.



Os bancos europeus são a prova que não existe antibiótico sem efeitos colaterais. Temos o Deutsche Bank perdendo 50% do valor de mercado em um ano e uma estimativa de que a capitalização dos bancos europeus (italianos, puxando a fila) será da ordem de centenas de bilhões de euros. Sim, juro negativo é bom na teoria, na prática machuca os bancos. Banco de perna quebrada não empresta. Economia sem crédito não cresce. O mesmo se aplica ao europeu médio que vê o seu fundo de pensão rendendo zero ano após ano. O que ele faz? Ele poupa mais! E isso deprime a economia.

BREXIT. Sim, vamos voltar no assunto. Alguns casamentos quando terminam você até se pergunta, mas como esses dois foram se casar? É este o caso, como a ilha liberal e empreendedora foi se casar com o continente burocrático e de viés mais socialista? O Reino Unido, com ajuda de uma libra mais fraca vai coletando bons números de atividade pós-referendo e com isso vai fazendo inveja em quem ficou do outro lado, eles farão inflação e crescimento. Periga o Draghi pedir asilo em Londres. Cremos que mais países do bloco europeu irão olhar para a experiência bretã e tentar voo solo. Irão conseguir? Vamos acompanhar, pois não é tão simples assim.

Passeamos pelas bolhas dos outros para terminar esse bloco do texto na nossa bolha doméstica. Isso mesmo, estamos falando agora do mercado de crédito local. O mercado pós Dilma saiu da mais completa depressão para uma certa euforia, quase que um certo torpor. Acharmos isso muito perigoso. No mês que passou tivemos uma

conhecida empresa lançando um CRA, onde o risco final era dos seus clientes, com uma pequena subordinação de 10%. E o mercado aceitou feliz da vida levar 95% do CDI para casa, com um risco final não tão claro. Temos aí um caso de assimetria de informações, causado pela alta demanda dos grandes players do mercado onde, ao final do dia, quem pode acabar pagando a conta é o cliente...

Um grande franqueado também veio a mercado, captou um CRA pagando meros CDI + 0.8%. Curioso que o cliente final comprou o papel achando que comprava a empresa mãe, americana, e não a brasileira, a qual dá prejuízo por três anos seguidos. Também vemos a qualidade de crédito de alguns bancos médios se deteriorando nos últimos trimestres e a turma continua comprando qualquer coisa com o selo "FGC". Será mesmo? Quanto o FGC consegue de fato garantir? Cremos que para quem acabou de sair de uma dos piores períodos econômicos da história, há uma certa complacência com o risco de crédito. Aqui na TAG temos o compromisso com o retorno do capital do cliente antes de pensarmos no retorno sobre o capital, e procuramos fazer o dever de casa no crédito com diligência, cuidado e conservadorismo.

### **Quadro Resumo**

Nos ativos externos continuamos bem negativos, porém optando por operarmos sem alocações relevantes ou então comprando proteções baratas e bem assimétricas, afinal temos ciência que a farra dos bancos centrais pode durar bastante.

Nos ativos domésticos estamos animados com o resultado das eleições municipais, o que antevê uma votação tranquila para a PEC 241 e a reforma da previdência. Colocando isso junto com o último Relatório Trimestral de Inflação temos que o processo de redução dos juros estão logo ali, dobrando a esquina. Com isso gostamos tanto de ativos de inflação e pré-fixados, dando preferência aos mais longos, para tirarmos partido da maior duration na carteira.

No crédito privado recomendamos prudência, temos muitas emissões de qualidade mediana e com prêmio reduzido. Prudência e seleção são as palavras chave que devemos ter em mente.

Em moedas estamos mais neutros em relação ao dólar (contra a cesta de moedas desenvolvidas) e mais otimistas com o Real, por conta dos motivos já apresentados. Na renda variável brasileira estamos otimistas, porém o tempo do 'beta' (retorno indexado) parece ter ficado para trás e recomendamos gestores que busquem diferenciação e gerem 'alpha'.

### **Estratégia em Destaque**

Este mês, dada a extensão da carta, não publicaremos a estratégia em destaque, que retornará mês que vem.

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 x DXY		█	
EUR x USD	█		
JPY x USD			█
BRL x USD			█