

# SUMÁRIO

## MUNDO

2016 será uma continuação de 2015?

## MERCADO

O preço dos ativos domésticos tende a continuar com muita volatilidade neste novo ano.

## BRASIL

Um novo ano marcado por diversos cenários possíveis.

### Feliz 2016, ou Feliz 2017?

Enfim o ano de 2015 ficou para trás, porém apenas no calendário. Na parte econômica e política, com certeza carregaremos o ano de 2015 pelo ano de 2016, pelo menos. Com os mesmos problemas e gargalos do ano que se encerrou, entramos no novo ano com um Ministro mais alinhado com o governo do que com o mercado, que promete continuar em busca do ajuste que seu antecessor não conseguiu entregar. Entramos também, sem o selo de país bom pagador, o chamado *investment grade* e ainda com todo o imbróglio político do *impeachment* no ar, a espera da volta de um recesso que não foi suficiente para tirar a volatilidade dos mercados. Diante de tal cenário, o ano começa com uma bolsa depreciada em mais de 13% em reais pela queda do ano passado, com uma moeda da mesma forma depreciada, na casa dos R\$4/USD e com uma taxa de juros exorbitante, que deverá passar dos 15% ao longo do primeiro semestre.

Enquanto isso, lá fora, a turbulência é um pouco menor. Depois do primeiro aumento dos juros americanos pelo FED em Dezembro, a dívida agora fica por conta da velocidade em que acontecerão os próximos aumentos e em qual patamar a taxa de juros da maior economia do mundo se estabilizará. Paralelamente, Europa e Japão continuam com seus programas monetários de expansão a fim de aquecer suas economias, enquanto a gigante China briga ferozmente para não perder o patamar de crescimento de 7% ao ano, trazendo muita volatilidade para seus mercados, inclusive nesse início de ano. Com commodities em queda livre e dentro deste ambiente de Estados Unidos mais forte e resto do mundo ainda capengando, teremos a continuidade da apreciação do dólar perante as principais moedas do mundo, tese que já carregamos desde 2013.

Neste começo de ano, nosso trabalho está sendo o de revisitar nossos principais cases de investimentos, nos diversos mercados e em relação a todos os perfis de investimento. A renda fixa local continuará sendo a nossa alocação favorita, principalmente as indexadas (protegidas) a inflação, que continua sendo uma incógnita para o próximo biênio. Abaixo colocaremos detalhadamente nossas apostas para o ano que se inicia e, além disso, também estamos montando um material mais detalhado para envio ainda esse mês, na mesma linha de melhores oportunidades de investimentos, refletindo as posições e mudanças que estamos fazendo em sua carteira de investimentos.

### Quadro Resumo

Começando por lá fora, **na alocação em ativos internacionais cremos que uma posição neutra em bolsa faz sentido**. Apostando na divergência de política monetária entre os blocos, cremos que posições compradas em Europa e Japão funcionam bem com posição vendida em EUA. Com resultante neutra em termos de financeiro, apenas apostando no valor relativo.

Continuamos ainda bem céticos em relação aos bônus soberanos dos países desenvolvidos, **porém gostamos dos bonds em dólar do Brasil, pagando 7% aa, com reservas de USD 371 bilhões e com o déficit em conta corrente caminhando para o equilíbrio**.

No crédito internacional continuamos bem animados com o **high yield americano**, que reúnem bons *yields* (8% aa), baixas taxas de não pagamento e um ambiente econômico benigno.

Continuamos **neutros em commodities**, porém esperando um bom momento ao longo do ano para posições compradas. Em algum momento o corte de oferta irá se refletir nos preços.

Olhando os ativos brasileiros temos, de longe, a maior possibilidade de dispersão de resultados;

Bolsa. Está depreciada? Está. Mas pode continuar neste estado ou até piorar dependendo do desenlace político e do preço das commodities.

Se posicionar 'seco' é jogar uma moedinha. **Para quem deseja se posicionar 'antes' e não 'depois' achamos que estruturas de capital protegido fazem sentido, pois já se sabe de antemão a perda potencial máxima (custo de oportunidade)**.

**Crédito Privado. O ano exige cautela.** A economia real continuará a se deteriorar e isso cobrará o seu preço no mundo corporativo. Preferimos os bonds corporativos em USD 'swapados' para real do que os

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		←	

seus congêneres no mercado interno. Lá fora é tudo marcado a mercado e os prêmios (gordos) já refletem os riscos maiores.

Títulos públicos e privados dentro do FGC. Para os recursos de curto prazo a opção é 'no brainer'. Fique bem abrigado e líquido estando atrelado a este CDI de mais de 14% aa. Continuamos aproveitando a **janela de oportunidade para ativos isentos (LCI e LCA) antes que o governo tire a isenção deles**. A MP694, que trata disso, está no forno para os primeiros meses de 2016. Nos títulos pré-fixados realizamos algumas alocações ao longo de 2015, esperando que a recessão trouxesse a inflação de preços livres para baixo. Não trouxe. A alocação, se por um lado não trouxe ganhos espetaculares via redução de SELIC, por outro não comprometeu entregando algo como 110% do CDI. Para 2016 os ativos pré-fixados parecem ter muito prêmio para a atual 'pegada' desse Banco Central. Mas achamos que isso pode ser uma armadilha, pois um eventual novo governo pode trazer um novo BC com mais 'pegada' e mais juros. Por isso optamos por não fazer novas alocações nessa classe. Por enquanto.

**Para a parte de recursos de mais longo prazo dos clientes a opção adequada é a de ativos atrelados à inflação.** No cenário mais provável, a inflação alta e em processo de elevação é a resultante de um país em claro descontrole fiscal. Somente ativos atrelados à inflação (e que pagam juros fixos além da inflação) serão capazes de proteger o poder de compra dos seus recursos. Hoje temos papéis do governo pagando taxas reais de juros acima de 7% aa. Uma NTN com vencimento em 2050 simplesmente decuplica (multiplica por 10) o seu valor em termos reais no período. Além dos papéis do governo, sem risco de crédito e com liquidez, temos os papéis privados e isentos em IPCA. Hoje temos estes papéis pagando taxas de juro real entre 8% e 10% aa. Sem imposto de renda. Levando-se em conta o risco de crédito, que deve ser sempre bem avaliado, e a menor liquidez (comparando com os títulos públicos) temos aí opções bem interessantes. Ainda mais que esses benefícios fiscais também devem ser cortados em 2016. No caso do cenário otimista, como novo governo e reformas saindo do forno, esses papéis também ganham, pois o juro real pago por eles (medida de risco) com certeza se reduzirá. No cenário otimista os papéis pré-fixados tendem a ter um ganho maior do que os papéis de inflação, porém dada a incerteza de cenário é mais prudente estar alocado nos papéis de inflação, onde o potencial de ganho é menor, mas estaremos mais defendidos diante de todos os cenários.

**Temos alertado, e voltamos a fazê-lo aqui, de que os juros reais de quem está aplicado no pós-fixado está em claro processo de queda.** Com o governo descontrolado fiscalmente e uma dívida em processo de crescimento, só resta deixar que a 'inflação' faça o trabalho de corroer a sua dívida. E isso só funciona com um juro nominal baixo em relação a inflação. Por isso, continuamos na estratégia de aproveitar as boas taxas para migrar parte de sua carteira do CDI para o IPCA, sempre pensando no médio e longo prazos.

#### Estratégia em Destaque

Nesse último mês do ano, vamos falar de uma das estratégias que tiveram melhor retorno em 2015, os fundos Multimercados.

Nosso posicionamento nessa estratégia possui sempre duas abordagens distintas: macro alocação e seleção de gestores.

Macro alocação é o processo em que definimos quais são as principais estratégias que queremos estar investidos. Isso parte de uma análise macro econômica e tem como resultado as estratégias e sub estratégias que, na nossa percepção, serão as mais vencedoras naquele período.

A seleção de gestores é um processo muito criterioso para escolher quem são os principais gestores de cada estratégia e que vão compor nossa alocação. Gostamos de trabalhar com poucos gestores, pois a média de retornos da indústria é medíocre e em nossa visão diversificação demais acaba convertendo à média.

No início de 2015 tínhamos uma clara preferência por fundos Macro, por entendermos que as grandes oportunidades do ano estariam nos mercados de Dólar e Juros, e quem soubesse se aproveitar disso obteria bons retornos. Porém, é importante ter alguma diversificação de estratégia, e por isso também mantivemos posições menores em fundos que chamamos de Equity Hedge, além de posições pequenas em fundos de Arbitragem/Quantitativos.

Isso se provou verdade com a chegada do final do ano, em que tivemos os fundo Macro com retornos médios acima de 150% do CDI, os Equity Hedge perto de 120% do CDI e os Arbitragem/Quantitativos rodaram muito próximos do CDI.

Para os primeiros meses 2016 os Multimercados devem ganhar um pouco de peso na estratégia como um todo, pois ainda vemos boas oportunidades.

Olhando mais profundamente, continuamos preferindo fundos Macro a fundos Equity Hedge e manteremos posição nas 2 estratégias. Quanto à estratégia de Arbitragem/Quantitativo iremos resgatar, pois nesse ambiente atual, o Risco x Retorno não nos parece apropriado.