

Outubro deu mais um exemplo da resiliência da dívida local brasileira: mesmo com dois aumentos sucessivos de IOF para aplicadores estrangeiros (que diminuiriam o retorno potencial dos títulos em quatro pontos percentuais – o fato de ainda assim parecerem atrativos é uma boa amostra de quanto o juro brasileiro está descolado do resto do mundo, mais ainda levando em conta a qualidade do crédito), os ganhos no mês, tanto de indexados (IMA-B) quanto de prefixados, superaram o CDI. Esse comportamento aumenta nossa convicção na exposição a duration em juros locais e, levando em conta as oscilações durante o mês (os juros para jan/2017 oscilaram entre 11,22% e 11,85%), evidenciou as vantagens de manter o foco dos investimentos em um prazo mais longo, tentando separar o que é ruído de mercado da informação sobre a tendência. Cabe destacar também a atuação do Tesouro Nacional, que soube interpretar os impactos do aumento de impostos no fluxo para a dívida longa e compensou a queda na demanda emitindo menos títulos locais e abrindo a possibilidade de mais emissões externas em reais. Essa decisão contribuiu para evitar distorções na curva de juros e, em certa medida, protegeu os antigos detentores de títulos de variações maiores na marcação a mercado.

A combinação de inflação de curto prazo relativamente alta e a impressão de que o Banco Central está disposto a aceitar, por algum tempo, a inflação acima do centro da meta sem subir a Selic forma um cenário muito atrativo para o carregamento de títulos indexados. Por outro lado, o mercado segue atribuindo uma probabilidade grande para uma inflação persistentemente mais alta, expressa pelas elevadas taxas de inflação implícita dos papéis mais longos (ao redor de 5,5%). Como seguimos acreditando em um cenário global de médio / longo prazo deflacionário (a despeito da recente alta de commodities agrícolas, que ainda não parece consolidada e lembra um pouco o movimento do início de 2008 – mais ligado à especulação e fraqueza do dólar do que a fundamentos), vemos ainda mais valor nas posições compradas em NTN-F (pré). Por conta da volatilidade, a principal posição do fundo seguirá sendo nas NTN-Bs, mas devemos adicionar às posições em pré quando o mercado der oportunidades.

No mês, além do carregamento dos títulos, o fundo ganhou com arbitragem na curva de juros (borboletas com o corpo no DI jul. 12 e inclinação jan. 12 x jan. 17) e nas estruturas de opções de dólar e ações. O aumento na volatilidade do pré deu uma boa oportunidade de vender figuras de opções com prêmio interessante e perdas limitadas nos extremos (juros do primeiro semestre do ano que vem abaixo da Selic atual ou acima de 14%); essas posições também contribuíram para o resultado do fundo.

Atribuição de Performance

Moedas	0,25%
Cupom Cambial	0,17%
Volatilidade	0,08%
Bolsa	-0,10%
Volatilidade	-0,06%
Financiamento	-0,04%
Juros	0,53%
Pré-Fixado	0,23%
Arbitragem	0,09%
Inflação	0,10%
Volatilidade	0,12%
Carregamento	0,43%
Custos	-0,14%
Resultado	1,00%

Histograma de Retornos

