

## SUMÁRIO

### MUNDO

Sinais de estabilização

### MERCADO

Recuperação forte em outubro

### BRASIL

Seguimos adiante

### *Muitas dúvidas, algumas certezas.*

**"A dúvida é o princípio da sabedoria."**  
*(Aristóteles)*

O mês de outubro foi marcado por uma recuperação dos ativos de risco ao redor do mundo, o que acabou ajudando a recuperação dos ativos do Brasil.

Alguns vetores ajudam a explicar esse movimento de recuperação do humor global a risco:



- Primeiro, uma trégua entre EUA e China na Guerra Comercial, que levou ambos à mesa de negociação. Alum avanço no que foi chamado de "Fase 1 do acordo" foi conquistado e a assinatura desta fase inicial deve ocorrer em meados de novembro.
- Segundo, os bancos centrais das economias desenvolvidas seguiram com postura mais expansionista, provendo liquidez aos mercados.
- Terceiro, uma temporada de resultados corporativos não tão ruins como esperado, especialmente nos EUA.
- Finalmente, esperanças de uma estabilização ou eventual recuperação do crescimento global.

A despeito desses aparentes avanços, algumas questões ainda pairam sobre o cenário, elucidadas abaixo:

Em relação à Guerra Comercial, o acordo é preliminar, e muitas questões estruturais não foram endereçadas nesta fase.

No que diz respeito aos bancos centrais, qual o real poder de atuação da política monetária, neste estágio do ciclo econômico, com juros no mundo já bastante comprimidos, preços dos ativos em patamares elevados e com os balanços dos bancos centrais em níveis altos historicamente?

No tocante ao crescimento global, os dados ainda são bastante mistos, com sinais de desaceleração adicional em alguns países e estabilização em patamares deprimidos em vários outros.

Por fim, a despeito de uma temporada de resultados "não tão ruins como esperado", vemos contração de lucros e queda nas expectativas do crescimento dos lucros para os próximos trimestres, especialmente em regiões como EUA e Europa.

De maneira geral, encerramos o mês com mais dúvidas do que certezas. Entendemos que alguns dos vetores de sustentação do humor global a risco são de fato positivos e há avanços em relação aos meses anteriores, mas ainda gostaríamos de ver sinais mais claros e consistentes nas outras frentes, antes de concluirmos, com maior convicção, que o cenário global mudou para melhor.

No Brasil, os ativos locais seguiram a dinâmica mais positiva externa. Em termos econômicos, o Brasil continua com avanços positivos da economia.

O crescimento mostra sinais de recuperação; o mercado de trabalho começa a reagir; a inflação continua baixa e controlada; os juros devem permanecer baixos por mais tempo; as empresas (na média) apresentam resultados trimestrais positivos, especialmente aquelas mais voltadas para a economia doméstica; a Reforma da Previdência foi definitivamente aprovada, abrindo espaço para que a agenda adicional de reformas seja encaminhada.

Seguimos otimistas com o caminho da economia do Brasil, entendendo que o país está em um estágio inicial do ciclo econômico, diferente do resto do mundo, que nos parece em um estágio mais avançado do ciclo.

Achamos válido alertar, contudo, que o que acontece com o mundo importa para o Brasil e qualquer movimento mais brusco no cenário internacional pode alterar o cenário para a economia e para os mercados do Brasil.

### Temas de Investimento

Abaixo, fazemos um breve resumo da nossa visão de portfólio para os investimentos no Brasil. Não promovemos mudanças em relação ao mês anterior.

**Renda Fixa:** O mercado de juros, reais e nominais, apresentou mais um movimento expressivo de fechamento de taxas ao longo do mês. Um quadro de inflação baixa e qualitativamente positiva abriu espaço para o mercado precificar juros ainda mais baixos por mais tempo. Estamos neutros na classe como um todo. Seguimos

BRASIL	(-2)	(-1)	NEUTRO	(+1)	(+2)
CRÉDITO HIGH YIELD					●
CRÉDITO HIGH GRADE		●			
RENDA FIXA PÓS		●			
RENDA FIXA PRÉ			●		
RENDA FIXA IPCA			●		
MULTIMERCADO			●		
AÇÕES				●	
MERCADO IMOBILIÁRIO			●		
PRIVATE EQUITY				●	

  

GLOBAL	(-2)	(-1)	NEUTRO	(+1)	(+2)
AÇÕES EUA	●				
AÇÕES EUROPA		●			
AÇÕES JAPÃO		●			
AÇÕES EMERGENTES			●		
CRÉDITO INVESTMENT GRADE		●			
CRÉDITO HIGH YIELD			●		
CRÉDITO EMERGENTES				●	
TÍTULOS SOBERANOS		●			
RENDA FIXA (LIVRE)			●		
COMMODITIES				●	
HEDGE FUNDS				●	
REAL ESTATE			●		

  

MOEDAS	(-2)	(-1)	NEUTRO	(+1)	(+2)
USD (Dólar x Cesta)			●		
EUR (Euro x Dólar)			●		
JPY (Iene x Dólar)				●	
BRL (Real x Dólar)			●		

com alocações abaixo da média no mercado de juros nominais e reais na parte curta e intermediária da curva. Ainda vemos espaço para algum carregamento na parte longa, preferindo juros reais à juros nominais.

**Crédito Privado:** De maneira resumida, estamos diante de um movimento técnico de acomodação deste mercado, com a melhora no carregamento desses papéis. Mas é uma estratégia desafiadora no atual ambiente de juros mais baixos, com vários fundos rendendo abaixo do CDI nos últimos meses. Isso tem gerado saída de recursos destes fundos, o que gera mais pressão vendedora de papel, em um efeito “bola de neve”.

Não vemos risco de solvência no mercado, mas o técnico ainda preocupa. Como grande parte do passivo destes fundos está em plataformas de investimentos, ou seja, no chamado varejo, sua reação a este movimento pode ser imprevisível. A reação também pode ser exacerbada e acentuada por um passivo mais reativo.

O mercado parece estar retomando a sua racionalidade em termos de taxas e *valuations*; e deverá pedir mais prêmios nas próximas emissões ou, em alguns casos, *durations* menores.

Seguimos com alocações abaixo da média nesta classe de crédito High Grade, mas atentos a eventuais oportunidades. É sempre difícil saber até onde irá este movimento.

Em relação aos ativos de crédito mais estruturados, que chamamos de High Yield, seguimos otimistas e vendo boas oportunidades com taxas ainda atrativas.

**Multimercados:** A classe continua apresentando bom desempenho, ajudada pelo fechamento das taxas de juros e pela alta da bolsa. Estamos mantendo uma alocação em torno da média em fundos Macro, mas vemos algum desafio de desempenho de agora em diante, após fechamento das taxas de juros. Estamos elevando as alocações em fundos de “nicho”, com menor correlação (não correlação negativa) com os ativos locais, menor “beta” aos mercados e geradores de “alpha” no longo-prazo. Aqui entram fundos Long-Short, Quantitativos, Event Drive e afins.

**Renda Variável:** A despeito da alta recente do Ibovespa, que atingiu seu maior nível nominal da história, ainda vemos amplo espaço para a valorização da classe. Além de um ambiente econômico favorável – já comentada na parte inicial da Carta – a temporada de resultados corporativos mostrou bom desempenho das empresas, em especial aquelas com maior exposição à economia doméstica. Mantemos alocação relevante e acima da média em renda variável, focados em fundos “Valor”, “Small e Mid Caps”, além de alguns fundos mais ativos e líquidos, que consigam “navegar” num cenário de melhora dos setores cíclicos locais em detrimento aos cíclicos globais.

**Private Equity:** Estamos elevando a alocação nesta classe, com parcimônia. Acreditamos que teremos grandes oportunidades no Brasil nos próximos anos. O desafio será alocar/investir nos gestores capazes de encontrar essas oportunidades e ajudar essas empresas a “florescerem”.

**Exterior:** Mantemos postura defensiva nesta classe, buscando gestores ativos e priorizando renda fixa, especialmente aqueles de “Retorno Absoluto”, em detrimento a renda variável. Em renda variável, preferimos mercados emergentes. Em menor escala, Europa e Japão – por *valuation* – em detrimento a EUA.