

Novembro foi um mês especialmente difícil para a gestão de renda fixa: a abertura das taxas das *Treasuries* americanas como reação à amplamente antecipada segunda rodada de afrouxamento quantitativo do Fed, a volta das preocupações com a dívida soberana de alguns países europeus e o aumento no preço de commodities (sobretudo petróleo) contribuíram para que os juros nominais longos subissem praticamente no mundo inteiro. O movimento das taxas brasileiras (DI jan. 17 – alta de 50 bp) ocorreu em linha com o de outros países de juros relativamente altos (México 10 anos + 70 bp; África do Sul +59 bp; Turquia +23 bp). A resiliência da dívida brasileira, que havíamos mencionado na última carta, mostrou-se apenas na dívida indexada, cujo retorno (do IMA-B) superou o CDI pelo nono mês neste ano. A NTN-F 2017 devolveu o retorno de outubro, tendo retorno praticamente zero no acumulado dos dois meses-calendário.

Durante o mês decidimos desfazer a posição em NTN-B 2020 que montamos há alguns meses. Acreditamos que o cenário que julgávamos muito atrativo para o carregamento desses títulos (de juros de um dia estáveis e inflação corrente alta) foi totalmente precificado pelo mercado e está perto de um final (seja com o Banco Central subindo os juros básicos ou com um arrefecimento da inflação). Por uma análise simples de retorno à média (usando uma base dos últimos seis anos), o excesso de retorno (sobre o CDI) esperado do IMA-B para um período de doze meses é próximo a 2,7%. Nos últimos nove meses, esse excesso de retorno foi de 3,4%, o que indica um período em que a alocação de caixa em CDI nos parece preferível a tomar o risco do título indexado.

Como mencionamos no mês passado, vemos mais valor nas posições em juros nominais, já que os *breakevens* de inflação seguem operando substancialmente acima do que acreditamos ser a inflação de longo prazo do país. Aproveitamos a alta do DI jan. 17 na terceira semana do mês para aplicar próximo a 12,30%, nível que julgamos relativamente confortável (esse oportunismo foi responsável por parte da rentabilidade do fundo no mês). Seguimos acreditando que o mercado ainda não reflete no preço dos juros locais o perfil de crédito do Brasil, e julgamos que a decisão do Tesouro dos últimos meses de emitir dívida local mais curta (a NTN-F mais longa sendo oferecida nos leilões primários tem vencimento em 2015) vai gerar um desequilíbrio no mercado favorável aos títulos longos já existentes, sobretudo se as taxas das NTN-Bs longas (a partir de 2015) se firmarem abaixo de 6%.

Acreditamos que a volatilidade dos juros futuros seguirá alta (as oscilações nas inclinações nas semanas anteriores à última reunião de juros do ano têm sido brutais), enquanto o mercado tenta ler as intenções do governo que toma posse em janeiro. Vemos boas oportunidades de arbitragem no formato da curva local, já que o mercado segue precificando a máxima dos juros perto de jul/12. Acreditamos em uma inversão da curva antes do que o mercado espera (não esperamos que o Copom hesitará tanto a subir os juros, caso necessário), e consideramos boas as oportunidades de receber juros forward (jan/12 – jul/12) a 13%, financiados a 12,5% em uma operação de borboleta.

Atribuição de Performance

| | |
|---------------------|---------------|
| Moedas | 0,04% |
| Dólar Direcional | -0,02% |
| Cupom Cambial | 0,00% |
| Volatilidade | 0,07% |
| Bolsa | 0,07% |
| Volatilidade | 0,06% |
| Financiamento | 0,01% |
| Juros | 0,57% |
| Pré-Fixado | 0,39% |
| Direcional | 0,00% |
| Arbitragem | 0,12% |
| Inflação | 0,06% |
| Carregamento | 0,31% |
| Custos | -0,12% |
| Resultado | 0,88% |

Histograma de Retornos

