

CARTA MENSAL DE GESTÃO

VALOR
GESTORA DE RECURSOS

Novembro/16



Vitória | ES:
Rua Aleixo Netto 1702 | sl 02 | Praia do Canto
CEP: 29055-260
Fone: (27) 3019—5005

CARTA DE GESTÃO

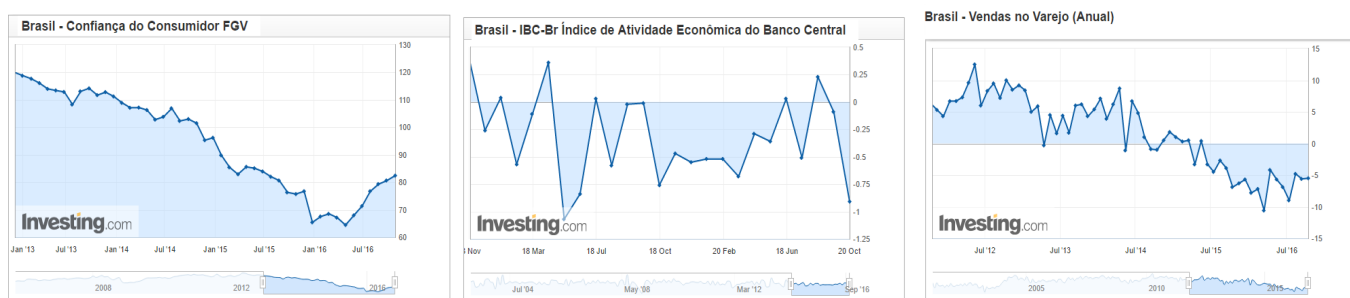
A capa dessa carta traz uma bela foto do convento da Penha no dia da super lua em 16 de outubro. A super lua ocorre quando a lua cheia está mais próxima da Terra, no estado chamado perigeu. Isso porque esse astro tem um formato elíptico e nesse estado se apresenta 14% maior e 30% mais brilhante que a lua no apogeu segundo a Nasa. O objetivo de citar isso aqui não é buscar uma explicação astrológica ao nosso mercado, ainda que alguns defendam que é possível fazer o link. A intenção é chamar atenção ao fato que alguns movimentos extremos de mercado são raros e podem ser comparados a super lua que ocorre cerca de uma ou duas vezes no ano, ainda que nesse ano ocorram 3 vezes.

Um olhar sobre outubro. Gosto começar nossas cartas dando uma olhada no “retrovisor”. Acho importante parar, escutar, olhar e, acima de tudo, pensar. Setembro foi um mês de consolidação do movimento de alta que já observamos esse ano, quando mesmo sem o avanço nas reformas macroeconômicas, os ativos mantiveram sua precificação e não tivemos realização. Já na carta de outubro comentei este seria um mês decisivo para “destravar” os mercados por aqui e nos levar a novos patamares se tivéssemos alguns catalisadores saindo do papel. Salientei a importância da PEC do teto de gastos na Câmara como um ato indicativo da preocupação do novo governo com a arrumação do nosso cenário macro. Comentei ainda que esperava o início do ciclo de corte de juros no Brasil. Ambos eventos aconteceram e materializaram esse cenário que fora descrito lá levando os ativos domésticos a um novo patamar, em especial, concentrado em blue chips de nossa bolsa. O Ibovespa se valorizou 11,2%, o dólar recuou 2,2% e os juros tiveram nova queda de 0,2 p.p. para 11,5%. Havíamos chamado atenção para o fato das incertezas relacionadas a eleição americana serem um potencial catalisador da entrada de recursos no Brasil, com gestores buscando mercados alternativos para alocarem recursos. De fato, houve ingresso de cerca de R\$ 4,4 bilhões de recursos de investidores externos em nossa bolsa.

Passado esse forte movimento, cabe nos perguntar o que nos reserva novembro.

Externamente. No cenário internacional temos alguns eventos que prometem trazer volatilidade e podem potencialmente alterar o cenário atual: (i) as eleições nos EUA que acontecem nos primeiros dias de novembro (08/11) podem gerar uma grande ruptura dado a incerteza relacionada a uma vitória de Trump, ou mesmo da aceitação da vitória de Hillary. (ii) A alta recente das commodities tem mexido com as expectativas inflacionárias, muito depreciadas por meses. Isso aliado com a expectativa de aumento de juros nos EUA tem alterado o cenário de yields (investimentos em títulos de renda fixa), os quais tem mostrado alta na margem após um longo período de queda, no qual a tônica de juros negativos parecia uma realidade imutável no cenário global. Ao persistir esse cenário, teríamos o fortalecimento do dólar e um diferença menor de juros entre Brasil e mundo, portanto vamos monitorar. (iii) No início de dezembro temos um plebiscito na Itália no qual a expectativa de um “ItaExit” é baixa mas guarda um potencial de desestabilização em si. (iv) Por fim, a situação dos bancos na Europa saiu do radar ao menos por enquanto, mas sempre merece ser monitorada pela sua capacidade de mexer com o cenário atual.

Internamente. Começamos o mês de novembro carregados com a safra de balanços trimestrais das empresas e que ajudam a dar uma noção a respeito da atividade na economia real. Até agora temos visto uma recuperação restrita aos indicadores de confiança e/ou expectativas com o futuro (gráfico abaixo a esquerda), enquanto os indicadores de atividade ainda não confirmam essa perspectiva de melhora da atividade, ou mesmo de crescimento econômico. Os gráficos abaixo evidenciam isso. Gráfico do meio, do índice de atividade econômica do Banco Central (IBC-Br), mostrou forte contração de 0,9% em setembro; o gráfico da direita mostra que as vendas no varejo seguem contraindo na comparação anual.



Não por acaso as expectativas com crescimento de PIB para o Brasil em 2016 foram reduzidas de -3,1% há 4 semanas atrás para -3,3% atualmente; e para 2017 saíram de +1,3% para +1,2%. Logo, nos chama atenção o descolamento entre dados da economia real e o desempenho de ativos em bolsa. Somos conservadores e temos receio quando todos se mostram tão otimistas. Bem verdade que os grandes catalisadores para reprecificação internacional do Brasil tem sido a queda em nossas taxas de juros e o componente político. Nesse sentido, ainda que vejamos espaço para mais quedas nos juros futuros, não antevemos nenhum grande evento na cena política que possa sustentar novas altas. Acreditamos que a reforma da previdência deva demorar um pouco mais e o risco de uma lava-jato ou delações afetarem o atual governo não são desprezíveis e podem gerar ruído no curto prazo.

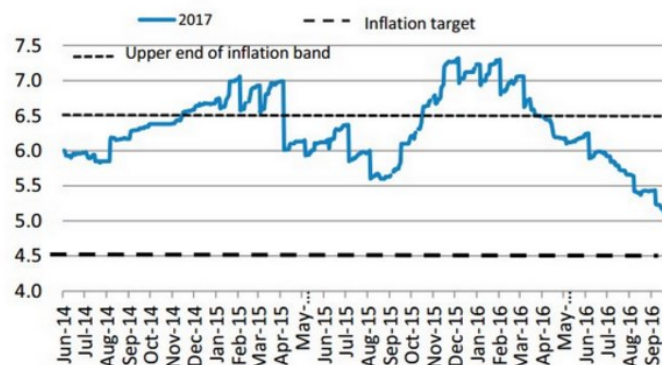
Em suma. É natural ou razoável supor que haja alguma realização de curto prazo em bolsa. No entanto, exceto pela questão política (interna e externa) e totalmente imprevisível, não vemos motivos fortes o suficiente que alterem o *status quo* de mercado, apenas acreditamos numa maior volatilidade nessa primeira quinzena. Mas teremos uma super lua novamente em novembro, logo quem sabe não tenhamos novamente um mês atípico com forte movimentos em diferentes classes de ativos?

JUROS

Na carta passada reiteramos aquilo que vínhamos falando desde agosto, ou seja, que haveria uma redução nas taxas de juros na reunião do Copom em outubro. Comentamos que existia espaço para uma redução de 0,5p.p. que não ocorreu. O Bacen optou pelo conservadorismo e reduziu em 0,25 p.p. a taxa para 14,00%. Ainda assim, reiteramos aquilo que comentamos na carta passada: “*estimamos que exista espaço para quedas de até 4 p.p para o patamar de 10,25% (Selic ao fim de 2017)*”. Seguimos acreditando nisso, uma vez que o cenário de contração econômica citado na página 1, aliada aos juros em patamares ainda baixos externamente e, mais importante, a queda nas expectativas inflacionárias abram espaço para tal queda. O gráfico ao lado mostra a convergência da inflação esperada para os próximos 12 meses. Entendemos que esse é um indicador chave que reforça a tese de novas reduções nos juros.

Logo, levando-se em conta o atual cenário de precificação da curva de juros no mercado futuro, vemos espaços para quedas adicionais de pelo menos 1,2 p.p.. Sendo assim, seguimos recomendando exposição a NTN's longas como veículo de exposição a esse fechamento de curva.

Evolução das expectativas inflacionárias para 2017



Source: Haver Analytics, Morgan Stanley Research

CÂMBIO

Mais uma vez faço uso da carta mensal de outubro para lembrar ao leitor o que comentamos: “*para esse mês acreditamos que o Real possa voltar a se valorizar e nossa taxa de câmbio volte a testar os patamares mais baixos na região dos R\$ 3,10*”. Naquele momento o dólar estava em R\$ 3,2603 e na mínima do mês de outubro (25/10) o dólar alcançou os R\$ 3,1011 encerrando nos R\$ 3,1893 uma queda de 2,2%. Tal movimento vai inclusive contra aquilo que se observou globalmente, ou seja, a apreciação do dólar ante outras moedas do mundo (índice dólar contra uma cesta de moeda mostrou apreciação de 3,1% em outubro). Gráfico ao lado ajuda a evidenciar esse fato. A linha em azul (Dólar contra Real) e a linha vermelha é o dólar contra uma cesta de moedas internacional, evidenciando tal descolamento. Para esse mês de novembro, acreditamos que possa haver uma correção desse descolamento com o mercado externo. Um fator contrário a esse movimento poderia ser a renovação do programa de repatriação de recursos, gerando mais fluxo de entrada de dólar internamente.



RENDA VARIÁVEL

Tivemos um mês realmente atípico com forte valorização dos ativos locais e bolsa performando acima de diversos benchmarks internacionais. Veja que o MSCI Emerging Markets (índice que compila o desempenho de diversas bolsas de países emergentes) apresentou queda de 0,8% e o principal índice da bolsa americana (S&P) -1,94%; enquanto isso o Ibovespa se valorizou 11,2% acumulando alta de 46,5% no ano. As razões para esse movimento foram 3 em nosso entendimento: (i) aprovação no Congresso da PEC 241 que limita o crescimento dos gastos do governo; (ii) entrada de capital externo; (iii) continuidade a percepção de redução de juros internamente que vem sendo precificado na curva de juros.

Acredito que o mês de novembro tenha ingredientes para que uma pujante alta como essa não seja tão plausível de ser observada por quê: (a) faltam catalisadores políticos potencialmente positivos e nos traz certos receios os desdobramentos possíveis da continuidade das operações de investigações políticas que hoje acontecem; (b) aumento da volatilidade no âmbito externo pelos fatores elencados na página 1; (c) safra de balanços trimestrais internamente (primeira quinzena) tende a trazer uma volatilidade adicional as ações das empresas ou ainda levar investidores a aguardarem antes de montar novas posições; (d) ainda que a perspectiva de juros seja de queda, uma grande parte do movimento de correção dos juros internamente já foi feito e isso já impactou as ações internamente. Isso não quer dizer que estejamos pessimistas. Seguimos acreditando ser possível obter bons retornos em 12 meses através do investimento em bolsa e pensamos que existem boas oportunidades de ações que oferecem uma atrativa taxa de retorno e bom perfil de negócios. As mudanças estruturais que vem ocorrendo no Brasil abrem uma perspectiva favorável de correção de antigas distorções que são potencialmente positivas para economia.

Resta agora é ver quando isso irá se materializar em números efetivamente melhores. Até agora temos visto uma melhora apenas restrita as expectativas futuras. Não nos agrada pagar caro por um crescimento futuro e entendemos que as ações não se mantem descoladas do desempenho real de suas empresas no médio/longo prazo; por isso tal ênfase na necessidade de vermos dados econômicos favoráveis. Na página seguinte o desempenho de nossos clubes de investimentos.

PERFORMANCE E COMPOSIÇÃO

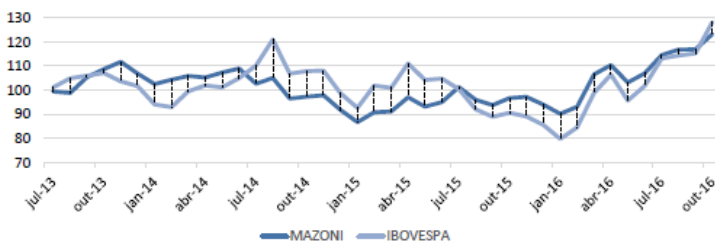
MAZONI

RENTABILIDADE % (ÚLTIMOS 6 MESES)						
	mai/16	jun/16	jul/16	ago/16	set/16	out/16
CLUBE MAZONI	-6,58%	3,69%	7,11%	1,96%	0,07%	5,42%
IBOVESPA	-10,09%	6,30%	11,22%	1,03%	0,80%	11,23%
Diferença do Benchmark	3,51%	-2,61%	-4,11%	0,93%	-0,73%	-5,82%
CDI	1,05%	1,16%	1,11%	1,16%	1,05%	1,00%

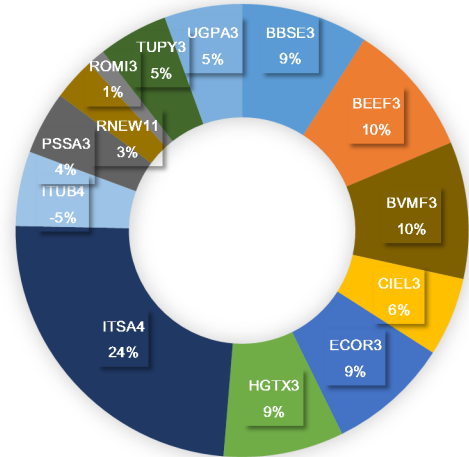
RENTABILIDADE ACUMULADA %					
	2013	2014	2015	2016	12 meses
CLUBE MAZONI	6,84%	-14,05%	2,36%	31,11%	27,44%
IBOVESPA	8,08%	-2,91%	-13,31%	49,77%	41,54%
Diferença do Benchmark	-1,24%	-11,14%	15,68%	-18,66%	-14,11%
CDI	4,03%	10,77%	13,18%	11,52%	14,01%

1 A variação percentual de 2013, refere-se a data de início do clube: 18/07/2013.

MAZONI x Ibovespa



Composição do Clube - Mazoni



Valor de Aplicação Inicial: R\$ 10.000,00
 Valor Mínimo de Movimentação: R\$ 500,00
 Saldo Mínimo de Permanência: R\$ 2.000,00
 Horário Limite de Movimentação: Até 13h

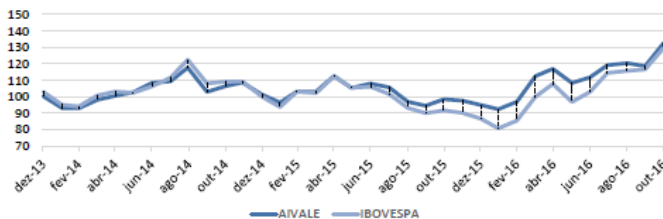
AIVALE

RENTABILIDADE % (ÚLTIMOS 6 MESES)						
	mai/16	jun/16	jul/16	ago/16	set/16	out/16
CLUBE AIVALE PLUS	-7,39%	3,21%	6,59%	1,02%	-1,54%	11,95%
IBOVESPA	-10,09%	6,30%	11,22%	1,03%	0,80%	11,23%
Diferença do Benchmark	2,70%	-3,09%	-4,63%	-0,01%	-2,34%	0,72%
CDI	1,05%	1,16%	1,11%	1,16%	1,05%	1,00%

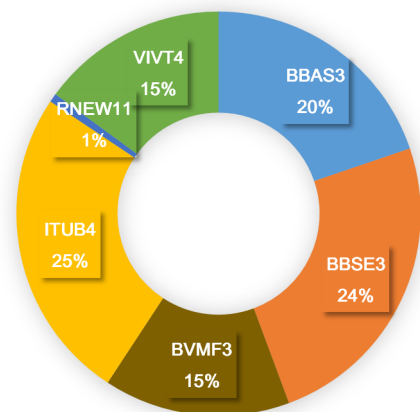
RENTABILIDADE ACUMULADA %					
	2013	2014	2015	2016	12 meses
CLUBE AIVALE PLUS ¹	0,28%	0,94%	-6,21%	39,78%	25,50%
IBOVESPA	2,88%	-2,91%	-13,31%	49,77%	29,53%
Diferença do Benchmark	-2,59%	3,85%	7,10%	-9,99%	-4,03%
CDI	0,45%	10,77%	13,18%	11,52%	14,01%

1 A variação percentual de 2013, refere-se a data de início do clube: 11/12/2013.

AIVALE x Ibovespa



Composição do Clube - Aivale



Valor de Aplicação Inicial: R\$ 10.000,00
 Valor Mínimo de Movimentação: R\$ 500,00
 Saldo Mínimo de Permanência: R\$ 2.000,00
 Horário Limite de Movimentação: Até 13h



Valor Gestora de Recursos

Vitória | ES:
Rua Aleixo Netto, 1702 | 1º andar | Praia do Canto
Fone: (27) 3019-5005

www.valorgestora.com.br

