

A Canepa Asset Brasil publica sua Carta Trimestral da Estratégia Macro, referente ao período de outubro a dezembro/2016.

A Ótica do Gestor

O quarto trimestre do mercado financeiro representou mais um aprendizado para o gestor brasileiro. Por mais ampla que seja a experiência (afinal, quantos momentos de crise e euforia já presenciamos nesses longos anos no mercado financeiro?) – raramente se viu uma situação correlata. Chamou especialmente a atenção a total mudança repentina de humor entre outubro – quando o chamado kit-Brasil prevaleceu com ótima performance (sobretudo Bolsa e Real) e o período pós-eleição de Donald Trump (novembro e dezembro, quando esses mesmos títulos locais sofreram e experimentaram enorme volatilidade). O movimento foi semelhante a um “V” invertido, com um ambiente altamente construtivo para os ativos brasileiros sendo procedido de uma venda em massa em poucos dias.

Muito mais surpreendente do que a vitória do republicano foi a repentina mudança de interpretação dos investidores (de fortemente negativa para positiva) quanto aos efeitos dessa surpresa para a economia norte-americana. Entre o dia da eleição de Trump e os pontos extremos alcançados pelo mercado (menos de 20 pregões), observou-se o S&P subindo 6%, o dólar norte-americano valorizando 5,5% perante uma cesta de moedas (indicador DXY) e a Treasury de 10 anos saindo, de forma abrupta, de 1,80% para 2,60% ao ano.

A reação do mercado mostrou-se inversamente proporcional à previsão de expressiva elevação de aversão a risco esperada pela maioria dos analistas no período pré-eleitoral. Vamos além: uma eventual vitória da favorita Hillary Clinton, a preferida pelo mercado, não geraria nem a metade do movimento otimista verificado nos ativos norte-americanos.

Dentro da perspectiva de risco-retorno, julgamos ter sido um bom trimestre para o Fundo Canepa Macro FIM. Conseguimos acertos direcionais em outubro com tamanhos compatíveis ao nosso grau de confiança. A partir de novembro, quando o cenário econômico e político local azedaram e a eleição de Trump mudou a visão de curto prazo para os mercados emergentes (para pior), fomos ágeis em diminuir/zerar posições, reduzindo a exposição do fundo para um patamar baixo. Se não fomos hábeis para explorar a alta volatilidade, sobretudo nos mercados de DI e câmbio e no movimento principal de bolsa (rotação resultante da venda de ações ligadas ao mercado local – sobretudo concessões e energia elétrica e compra de papéis de commodities), nosso grande mérito foi não expor de forma relevante os cotistas a um momento de baixa visibilidade do cenário, aproveitando apenas momentos de claro exagero para montar posições táticas.

O retorno trimestral nominal de 5,4% do Canepa Macro FIM representou desempenho equivalente a 167% do referencial CDI no período, com volatilidade associada de 2,9% ao ano (aproximadamente metade do patamar esperado para o produto). Essa saudável combinação levou o Índice de Sharpe a 3,4 no quarto trimestre de 2016.

Figura 1 – Fundo Canepa Macro FIM – Desempenho no Quarto Trimestre

Canepa Macro FIM	
Retorno Acumulado	5,4%
CDI	3,2%
% CDI	167%
Volatilidade	2,9%
Índice de Sharpe ¹	3,4

Fonte: Canepa Asset

¹ O Índice de Sharpe é calculado da seguinte maneira: $IS = (R_i - R_f) / \sigma$. Onde: R_i = Retorno do fundo, R_f = Retorno livre de risco, σ = Volatilidade do fundo. Ou seja, ele mede qual a relação entre o retorno excedente do fundo em relação ao ativo livre de risco ponderado pelo desvio-padrão do fundo.

A chamada teoria “Contrarian” teve seu momento de glória no quarto trimestre de 2016. Os raros investidores que apostaram, não somente na vitória de Trump, mas na reação inesperada do “ótimo para os EUA e ruim, pelo menos no curto prazo, para emergentes” foram os grandes vencedores do trimestre. No entanto, estamos cautelosos e céticos em relação à continuidade desse movimento para o primeiro trimestre de 2017. Certamente, ainda não estamos ainda em ambiente de grandes posições e utilização intensiva do VAR.

Acreditamos que as pedras no caminho da economia mundial, com o estilo de gestão Donald Trump nos EUA, provocarão mais solavancos do que os atuais preços de mercado indicam. O “mundo ideal”, calcado em um presidente que baixe impostos e invista forte em infraestrutura (sem desequilibrar exageradamente o lado fiscal) e com uma dose “não tóxica” de protecionismo, realmente permitiria a implementação do processo de normalização monetária pelo FED sem maiores sustos. Resta saber se esse “mundo ideal”, apostado atualmente pelo mercado, estará válido após o dia da posse do novo presidente republicano.

Em termos de mercados, a taxa das Treasuries norte-americanas de 10 anos será o grande termômetro para 2017. O natural é que a próxima parada seja na faixa dos 3% ao ano. Quanto mais gradual esse movimento, sinal de que o “mundo ideal” está se concretizando e menor será o impacto para os ativos emergentes.

No Brasil, gostamos da postura reformista do Governo Temer, mas é difícil prever como um governo impopular conseguirá, mesmo com já comprovada força no Congresso, a aprovação de medidas duras, como a Reforma da Previdência. Pior, há total imponderabilidade dos efeitos da Operação Lava Jato no cenário político brasileiro, inclusive ameaçando de forma material o complemento até o final do mandato do atual governo. Na área econômica, a discussão sobre a queda da taxa SELIC é uma questão de ritmo e do ponto de chegada, enquanto a maior dificuldade será avaliar os catalisadores que levarão ao ponto de inflexão para a retomada do crescimento da atividade doméstica.

O mercado de juros parece ainda ser o nicho que oferece as melhores oportunidades de posicionamento. O benefício do “carrego” do Real e as contas externas favoráveis se opõem à tendência de valorização do dólar norte-americano no mundo. Já a bolsa brasileira somente deverá ganhar força consistente quando aquele ponto de inflexão para a retomada do crescimento do PIB ficar mais claro (apesar de os números de recuperação da atividade mundial se mostrarem cada vez mais sólidos, beneficiando o nosso setor externo).

O mercado no quarto trimestre/2016, dois períodos distintos

O quarto trimestre do mercado financeiro brasileiro pode ser nitidamente dividido em duas fases com características completamente diversas: o mês de outubro foi ainda uma espécie de extensão do trimestre anterior, com um ambiente externo benigno (a vitória de Hillary Clinton era dada como certa pelo mercado, com a expectativa de manutenção da política gradualista de elevação de juro). No âmbito interno, prevalecia a expectativa positiva de aprovação de reformas e atuação firme do Banco Central brasileiro para tirar o país do estado de estagflação, o que permitiria uma maior redução de juros mais adiante. Os ventos favoráveis levaram à apreciação dos ativos brasileiros durante o mês de outubro, com o IBX subindo 10,8%, o Real se valorizando em 2% e os DIs mais longos fechando, em média, 25 pontos-base. O clima de otimismo pairava nos pregões.

Já o último bimestre do ano foi marcado por uma radical inversão de humor no mercado local, a partir de três episódios combinados: a vitória de Donald Trump (e a inesperada reação dos investidores, de um lado positiva para os mercados desenvolvidos e, de outro, negativa para emergentes), a frustração da recuperação do crescimento do PIB brasileiro e a piora do ambiente político para o Presidente Michel Temer e seu grupo.

No espectro local, o clima político começou a mudar com acusações – envolvendo desde a operação Lava Jato até práticas corriqueiras na nossa política – contra aliados próximos à Presidência da República. Além do vazamento de delações premiadas que atingiram até o nome do próprio Michel Temer, um episódio simbólico e marcante foi a saída forçada do Ministro Geddel Vieira de Lima, coordenador da área política, derrubado por denúncias de favorecimento pessoal em um imbróglio envolvendo o Ministério da Cultura e o Iphan.

Outro fator que trouxe tensão ao mercado foi a não tradução dos crescentes índices de confiança para o consumidor e empresário em indicadores efetivos de atividade. Os fracos dados trimestrais de produção industrial e varejo mostraram que a atividade econômica ainda não havia ainda atingido o fundo do poço. Os economistas começaram a revisar as estimativas para o PIB de 2017, que estavam em 1,30% no Boletim FOCUS no começo do trimestre e terminaram o ano com um modesto crescimento projetado de 0,5%. Muitos profissionais, inclusive, passaram a acreditar até em números negativos para a atividade no ano que começa.

Porém, o fator que mais surpreendeu no trimestre originou-se nas eleições nos EUA, que marcou a tendência dos mercados em novembro e dezembro. A vitória do candidato Donald Trump, considerado o azarão em todas as pesquisas, já seria um fator imponderável suficiente para mexer com as expectativas dos investidores. Porém, a interpretação da ascensão do candidato republicano em relação à economia foi o que realmente pode ser considerado o evento do ano. Antes das eleições, Donald Trump era visto por Wall Street como um potencial fator de exacerbação de risco no mundo, com um forte viés protecionista preocupante para índices de produtividade mundial já declinantes. Um verdadeiro “vilão” a ser evitado a todo custo. No entanto, menos de 24 horas após os resultados, observou-se a mais incrível virada de visão dos últimos tempos: Donald Trump virou sinônimo de expansão fiscal de curto prazo (saudável, por neutralizar a gradual elevação de juros em termos de efeito para o PIB), com investimento em infraestrutura e melhora de ambiente de negócios através da redução de impostos, combinação potencialmente muito positiva para a economia norte-americana.

A transferência deste “novo Trump” para preços de mercado reforçou o movimento de valorização do dólar no mundo, aumento das expectativas de inflação (o que gerou violenta e súbita elevação nas taxas longas da curva de juros nos EUA) e pressão no preço das commodities metálicas (insumo necessário para as obras de infraestrutura). Logo na primeira semana, os ativos emergentes de risco (moedas, bolsas e renda fixa) sofreram fortes perdas com a saída de recursos de investidores estrangeiros. No caso brasileiro, o bom desempenho dos ativos ao longo de 2016 e a piora do ambiente político e econômico local tornaram a realização de lucros particularmente mais exacerbada nos últimos dois meses do ano, sobretudo na Bolsa.

Como boa notícia, os demais países desenvolvidos também começaram a apresentar dados mais positivos em termos de crescimento econômico. Os PMIs e ISMs (Europa, Estados Unidos, Reino Unido e Japão), tanto no âmbito industrial como de serviços, voltaram a dar sinal de fortalecimento mais consistente, incluindo a China, que conseguiu manter o ritmo de crescimento do PIB ao redor de 6,5% ao ano.

Figura 2 – Tabela dos Ativos – Variação no quarto trimestre /2016

Ativo	30/09/2016	30/12/2016	Δ% no Trimestre
Renda Fixa pré curta (Jan2017)	13,77%	13,63%	-14bps
Renda Fixa pré longa (Jan2023)	11,68%	11,61%	-7 bps
NTN-B longa (2050)	5,75%	5,72%	-3bps
IBX - Pontos	24.177	24.778	2,5%
CDS Brasil (10anos - bps)	347	360	+13bps
Petróleo (USD)	48,24	53,77	11,5%
Índice de Commodities	85,34	87,51	2,5%
Câmbio (R\$/US\$)	3,26	3,25	0,3%
Título 10 anos EUA	1,60%	2,45%	+85 bps
Dólar Index	95,5	102,2	7,1%
Euro Stoxx 50	3.002	3.291	9,6%
S&P 500	2.168	2.239	3,3%

Fonte: Bloomberg, elaborado pela Canepa Asset

No mercado de renda fixa, as taxas de juros longas internacionais, que já vinham sofrendo pressão pela proximidade da normalização monetária nos EUA, sofreram violenta correção altista com o novo mundo “pós-Trump”. O título de 10 anos norte-americano saltou de 1,60% para 2,45% a.a. no trimestre, provocando dramática e rápida realocação de recursos por todo o globo.

No Brasil, o trimestre no mercado de juros foi marcado por intensa volatilidade. Primeiro, veio a decepção do mercado com a preferência do BC pelo caminho mais seguro para a ancoragem das expectativas inflacionárias, o que provocou a abertura das taxas dos vértices mais curtos, que chegaram a embutir a premissa de um afrouxamento mais profundo da política monetária. A partir de novembro, destaque para a abertura das taxas mais longas, acompanhando de forma exponencial o comportamento das Treasuries norte-americanas. Já em dezembro, com a inflação relativamente controlada e as estimativas de crescimento de PIB sendo rebaixadas, novamente o mercado voltou a apostar em uma aceleração agressiva da queda da taxa SELIC, fazendo com que as taxas embutidas fechassem em paralelo.

A resultante líquida de todos esses movimentos foi a “partida e chegada” da curva de juros local praticamente no mesmo ponto entre o começo e o final do trimestre, com altíssima volatilidade. O DI Janeiro 2017 contraiu-se em 14 pontos-base, enquanto o DI Janeiro 2023 experimentou queda de apenas 7 pontos-base. Já os cupons das NTN-B’s, apesar da queda da inflação implícita embutida nas taxas, seguiram a mesma tendência, ficando na faixa de 5,70 – 5,75% a.a.

No mercado cambial, sobretudo após a elevação das expectativas de inflação nos EUA com as promessas de expansão fiscal do novo governo, o dólar norte-americano valorizou-se de forma expressiva (7,1% de apreciação) perante uma cesta de moedas (indicador DXY). O Real, que caminhava a passos largos para testar a barreira dos R\$ 3/US\$, após a eleição do republicano, que coincidiu com o mau humor do mercado local, chegou a se aproximar dos R\$ 3,50/US\$. Após toda essa oscilação, o patamar da moeda terminou praticamente estável no trimestre na casa dos R\$ 3,25/US\$.

No mercado acionário, as bolsas mundiais, sobretudo em países desenvolvidos, seguiram um movimento surpreendentemente altista mormente após a eleição norte-americana (contrariando as estimativas pré-eleitorais de “dez entre dez” analistas), com destaque para os setores financeiro (promessa de desregulamentação) e os segmentos ligados à infraestrutura (promessa de investimentos logo no começo do mandato). Os índices S&P, Euro Stoxx e o Nikkei 225 subiram, respectivamente, 3,3%, 9,6% e 16,2% no trimestre, sempre em suas moedas locais.

Já no Brasil, após um mês de outubro de alta intensa do mercado acionário, os indicadores bursáteis sofreram forte desvalorização no último bimestre do ano, com uma característica marcante: intensa rotação de carteira de ações ligadas ao mercado local (sobretudo empresas de energia elétrica e concessões) para papéis ligados a commodities, segmento que foi impulsionado pelas expectativas de investimento em infraestrutura do futuro Presidente Donald Trump. Como ilustração, as cotações de minério de ferro e aço subiram, respectivamente, 41,2% e 27,6% no trimestre. Já as cotações de petróleo foram impulsionadas pelo novo Acordo da OPEP que definiu cortes críveis na produção. O saldo final apontou para um IBX se valorizando levemente em 2,5% no trimestre, com grande diferenciação setorial de performance, com destaque absoluto para a ótima performance dos papéis ligados a commodities.

O desempenho trimestral comentado do Fundo Canepa Macro FIM

O fundo Canepa Macro FIM, da classe macro apresentou desempenho positivo e superior ao do seu benchmark entre outubro e dezembro/16. No quarto trimestre, o fundo rendeu 5,40% versus 3,24% de rentabilidade do referencial CDI (retorno equivalente a 167% do CDI). No acumulado do ano de 2016 (o fundo começou as atividades em março/16), o fundo rendeu 32,80% versus o retorno nominal de 11,46% do CDI no período, equivalendo a 286% do referencial.

Figura 3 – Tabela de desempenho do produto da estratégia macro e indicadores de risco/retorno – Quarto Trimestre / 2016

	% outubro 16	% novembro 16	% dezembro 16	3 meses	2016	Desde o início	PL*	PL médio desde o início*
Canepa Macro FIM	2,71%	1,27%	1,34%	5,40%	32,80%	32,80%	22.565	17.194
CDI	1,05%	1,04%	1,12%	3,24%	11,46%	11,46%	-	-
%CDI	259%	122%	119%	167%	286%	286%	-	-

Data início: 04/03/2016

Fonte: Canepa Asset

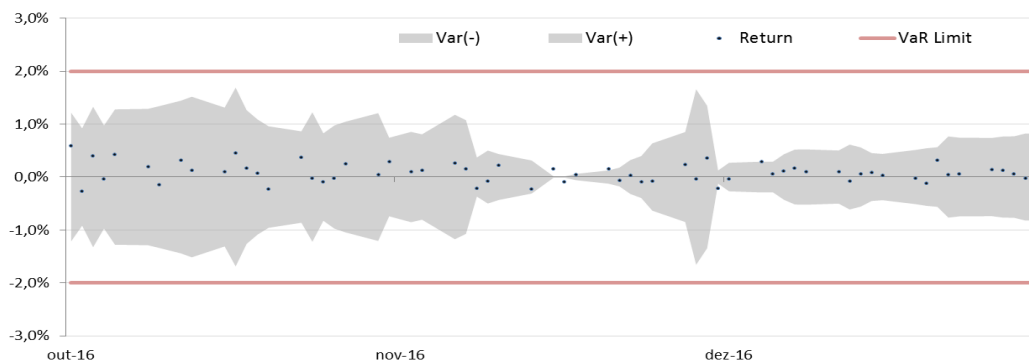
O quarto trimestre/2016 se caracterizou pelo alto giro de posições do fundo, dada à completa mudança dos cenários observados no mês de outubro e no bimestre novembro/dezembro.

O mês de outubro foi altamente positivo para a compra do chamado kit do Brasil, com as expectativas crescentes de recuperação econômica, queda de juros e entrada de recursos no país. Conseguimos aproveitar bem essa onda positiva e trabalhamos com tamanhos de posições compatíveis com a volatilidade normal de mercado. **Nosso maior mérito foi o acerto das posições direcionais.**

Já o bimestre novembro-dezembro, sobretudo após a eleição de Donald Trump, foi marcado por uma intensa elevação de volatilidade nos mercados, com profunda e rápida desvalorização dos ativos brasileiros (com exceção de ações ligadas a commodities) em um primeiro momento. Já em dezembro, houve substancial recuperação, sobretudo nos mercados de renda fixa e câmbio, o mesmo não acontecendo na bolsa brasileira. **Diante das incertezas e da mudança radical do sentimento de curto prazo, nossa maior virtude foi a agilidade na redução drástica do tamanho das posições, dado que, dentro de um cenário altamente confuso, não encontrávamos relações risco/retorno atraentes (sobretudo pela primeira parte do binômio, o elevado risco).**

A figura a seguir apresenta nossa utilização do VAR ao longo do trimestre, cuja média de ocupação foi de apenas 39%. Cabe ressaltar, a marcante diferença entre períodos: devido ao nível de confiança, a média de uso do VAR em outubro foi de 60%, enquanto nos últimos dois meses do ano essa marca cai para apenas 29% por conta da ação da redução estratégica de posições, por conta da menor visibilidade no cenário.

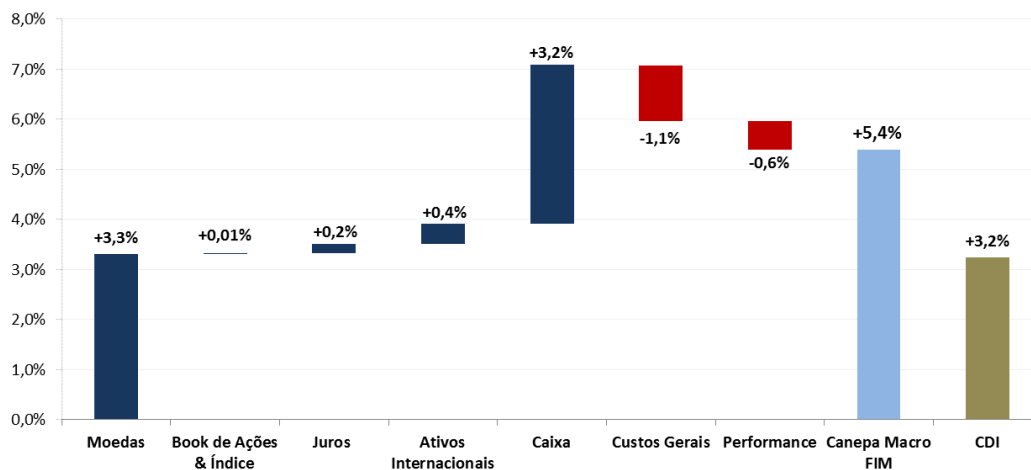
Figura 4 – Utilização do VAR ao longo do quarto trimestre/2016



Fonte: Canepa Asset

O destaque foi a maior utilização do VAR disponível na posição de compra da moeda brasileira através de diversos instrumentos, o Real, sobretudo no mês de outubro, o que explica o destaque da área cambial na atribuição de performance trimestral do Fundo Canepa Macro FIM.

Figura 5 - Atribuição de performance – 4º Trimestre/16 – Fundo Canepa Macro FIM - Por estratégia



Fonte: Canepa Asset

No mercado de câmbio, utilizamos a venda de contratos futuros de dólar e compra das chamadas *puts* (opções de venda) e de estruturas na mesma direção, sempre mirando patamares mais valorizados do Real, sobretudo em outubro. O uso intensivo do mercado de opções permitiu o uso de alavancagem no mercado em que tínhamos maior confiança. Com grande exposição ao ativo, os ganhos vieram em função da convergência para o nosso cenário.

No mercado de renda fixa, a manutenção de nossa opinião sobre a prioridade do BC acerca da ancoragem da inflação vis-à-vis suas preocupações quanto ao crescimento econômico fez com que montássemos posições não-direcionais (principalmente de inclinação de curva), dada a precificação pouco atraente. Operamos eventualmente na venda seca dos vértices jan19 e jan21 e usamos de forma intensiva o mercado de opções (mais especificamente as IDIs).

No mercado acionário, houve a contribuição neutra de posições em ações como Light e Gafisa, montadas por conta da expectativa de eventos e “stopadas” após a prevalência do ambiente ruim para a bolsa brasileira depois do mês de novembro. Além disso, obtivemos ganhos com travas de alta de Petrobras, que acabaram neutralizadas por perdas em travas de baixa de Vale montadas a posteriori. A contribuição final do segmento bolsa acabou sendo neutra no trimestre.

No mercado internacional, alcançamos bom desempenho com compra de opções de S&P ao longo do último bimestre. A aquisição de instrumentos apostando na abertura de taxas nos títulos de dez anos do Tesouro norte-americano também contribuiu positivamente para a performance do fundo.

O nível de volatilidade dos ativos no mercado subiu consideravelmente ao longo do trimestre. Portanto, a redução intencional do uso do VAR pela gestão foi importante para manter a relação risco/retorno do produto sob controle, sobretudo em novembro e dezembro. A volatilidade anualizada do retorno observado no produto (calculado a partir da média móvel de 21 dias) foi de 3% ao ano no trimestre, tendo declinado da média de 4% a.a. durante o mês de outubro para a metade desse nível na última metade do período, o que mostra a nossa ação para o controle de risco do fundo.

Figura 6 - Volatilidade Anualizada - Janela Móvel de 21 dias



Fonte: Canepa Asset

APÊNDICE: Março - Dezembro/2016 - O desempenho do Fundo Canepa Macro FIM

Lançamos o fundo Canepa Macro FIM em março/2016. Nos primeiros dez meses, conseguimos superar os objetivos de relação de retorno/risco, com rentabilidade efetiva considerável em comparação com a volatilidade esperada, o que gerou indicadores de desempenho muito positivos.

Entre março e dezembro/16, o retorno acumulado nominal de 32,8% do Canepa Macro FIM representou desempenho equivalente a 286% do referencial CDI no período, com volatilidade de 4,1% ao ano (aproximadamente 2/3 do patamar esperado para o produto). Essa boa combinação levou a um excelente Índice de Sharpe a 6,6 desde o começo de vida do fundo.

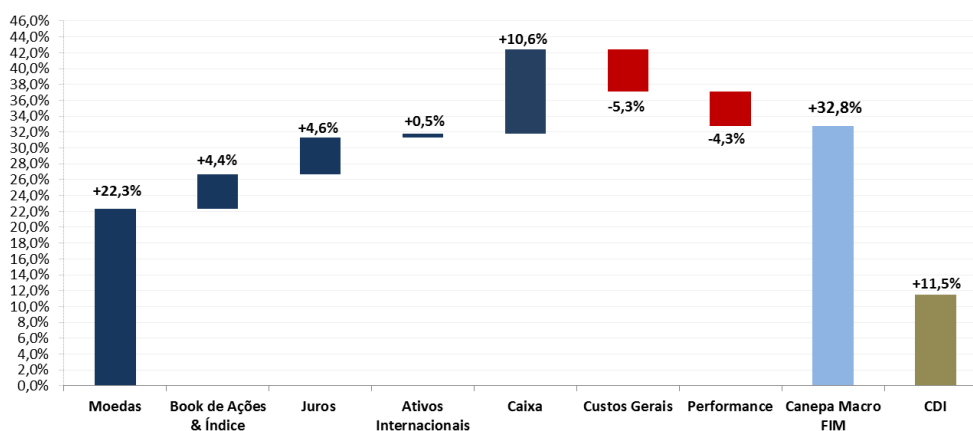
Figura 7 - Indicadores de Retorno/Risco – março a dezembro/2016 - Fundo Canepa Macro FIM

Canepa Macro FIM	
Retorno Acumulado	32,8%
CDI	11,5%
% CDI	286%
Volatilidade	4,1%
Índice de Sharpe ¹	6,6

Fonte: Canepa Asset

A seguir, apresentamos a atribuição de performance por mercado do Fundo Canepa Macro FIM, com destaque para os ganhos acumulados no mercado de câmbio, seguidos pela contribuição dos segmentos de juros e ações.

Figura 8 - Atribuição de performance – Março a Dezembro/16 – Fundo Canepa Macro FIM - Por estratégia



Fonte: Canepa Asset

O desenho do produto projeta volatilidade esperada de 6% ao ano, com limites de VAR e Stress em, respectivamente, 2% e 6%, com busca de retornos substancialmente acima do CDI através de posições nos mercados de renda fixa, variável, câmbio e ativos internacionais. Os limites de *stop loss*, dentro da janela mensal, são muito bem definidos. O prazo de carência para resgates é de 15 dias. Os parâmetros gerais de risco do produto são apresentados a seguir.

Figura 9 – Regras gerais de gestão de risco do Fundo Canepa Macro FIM

	Meta / Limite
Rentabilidade Alvo	Substancialmente acima do CDI
Volatilidade Esperada	6,0% a.a.
V@R	2,0% a.d.
Stress Test	6%
Stop Loss (Fundo)	-4% projetados na janela mensal, perde 50% de VaR ; -5% projetados na janela mensal, o fundo roda caixa até o final do mês
Max Drawdown	-

Fonte: Canepa Asset

Contato

Alexandre Póvoa
alexandre.povoa@canepaasset.com.br
(21) 3034-1902

Daniela Pfeiffer
daniela.pfeiffer@canepaasset.com.br
(21) 3034-1909

Eduardo Roche
eduardo.roche@canepaasset.com.br
(21) 3034-1906

Antônio Dupim
Antonio.dupim@canepaasset.com.br
(21) 3034-1940

Este documento tem fins meramente informativos e não deve ser considerado como oferta para a aquisição de cotas de fundos da Canepa Asset Brasil, nem tampouco como uma recomendação de investimento em nenhum dos valores mobiliários aqui citados. Rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou Fundo Garantidor de Crédito – FGC. Para obter informações sobre o uso de derivativos, conversão de cotas, objetivo e público alvo, consulte o prospecto e o regulamento do fundo. Algumas das informações aqui apresentadas podem ter sido obtidas de fontes de mercado. Apesar de todo o cuidado em sua coleta e manuseio, a Canepa Asset Brasil não se responsabiliza pela publicação acidental de dados incorretos. **Leia o prospecto e o regulamento antes de investir.**