

SUMÁRIO

MUNDO

Enfrentamos uma onda de aversão ao risco, ainda sem data para terminar,

MERCADO

Nestas horas de preços tão deprimidos, em diversos mercados, é que entendemos que caixa é sim uma alocação e que dá vantagem nessa hora.

BRASIL

Não desanime, chegaremos ao céu após uma temporada no purgatório.

Olho do Furacão

O mês de setembro não aliviou a volatilidade que presenciamos em agosto e nos trouxe muita apreensão, tanto na parte econômica interna e externa quanto na parte política local, que continua sendo o foco das atenções. Também não tivemos refresco no cenário externo, foi um mês de desempenho negativo para os ativos de risco dos mercados desenvolvidos. O FED, após muitas falas controversas dos seus principais personagens, resolveu por não iniciar o processo de subida de juros, deixando a decisão provavelmente para Dezembro e trazendo um pouco de fôlego, para os já castigados mercados emergentes. Na China, os dados de atividade continuam fracos, gerando volatilidade nos preços das commodities e assombrando o mundo sobre possíveis consequências de baixo crescimento global para os próximos anos (que o diga nossa Presidente do FED americano, YELLEN, que demonstra total atenção à economia Chinesa em suas decisões).

Aqui no Brasil, continuamos vivendo um dia após o outro na questão política, que hoje é o gargalo para qualquer decisão econômica. Vivenciamos semanas de total anomalia nos mercados diante de um descontrole da questão política. Sem nenhuma governabilidade e com total falta de apoio, ficamos literalmente sem comando, ao sabor dos especuladores, que levaram a cotação do BRL a bater 4,24, o risco Brasil aos 550 pontos, acima de países como Rússia, Turquia e Cazaquistão, e levou o nosso juros futuro a bater acima dos 17,5% ao ano, como se o Banco Central fosse, nos próximos 2 anos, elevar a SELIC em mais de três pontos percentuais do atual patamar. Claramente o país não aguentaria mais muitas semanas como as que tivemos e, para estancar a crise política, vimos o ex presidente LULA entrar em cena, acalmar seu partido e ceder às demandas do PMDB, praticamente “entregando” o governo ao partido de Renan, Temer e Cunha. Estes que, por sinal continuam travando uma batalha política inédita na era democrática da política brasileira. Este mês continuaremos a acompanhar os desdobramentos dos principais pontos que serão os seguintes: a votação da permanência do veto do aumento do judiciário, a reprovação ou não das contas da Presidente pelo TCU (pedaladas), que pode gerar o princípio de um processo de impeachment e a tramitação do projeto da volta da CPMF, que para ser aprovada e, salvar o ajuste fiscal do ministro LEVY, terá que contar com uma boa base de apoio do PMDB, que ainda é incerta.



Todo o exposto acima fez com que mais uma vez os ativos brasileiros sofressem. O real depreciou-se quase 9% pelo segundo mês consecutivo, o IBOVESPA teve mais um mês negativo, dessa vez na casa dos 3% e os juros futuros voltaram a subir, em consequência da falta de credibilidade que a situação política e econômica transmite, principalmente ao investidor estrangeiro.

Abaixo avaliaremos nosso quadro resumo, como de costume e o que está sendo feito nos respectivos portfólios de vocês nesse período mais difícil.

Quadro Resumo

Ao investigar os motivos para tamanha carnificina nos ativos de risco, encontramos além dos motivos políticos e econômicos, algo um pouco mais além.

No último trimestre os mercados emergentes tiveram resgates de USD 40 bilhões, o pior número trimestral desde o último trimestre de 2008.

O jornal Financial Times publicou que 2015 possivelmente será o primeiro ano de fluxo negativo para os emergentes desde 1980. Ou seja, pior do que anos em que tivemos crises específicas de emergentes, como Ásia, Rússia ou Brasil (em 1999).

Ao olharmos o mundo nos últimos anos, tivemos que os países produtores de commodities acumularam enormes reservas nos anos de ouro. O que vemos agora, com o colapso do preço das commodities, é o resgate de fundos soberanos de seus investimentos. A Arábia Saudita, por

Alocação Global	NEGATIVO	NEUTRO	POSITIVO
Ações			█
Crédito (IG/HY)			█
Bônus Soberanos	█		
Commodities		█	
Alternativos (Hedge Funds)		█	
Real Estate			█

Alocação Brasil	NEGATIVO	NEUTRO	POSITIVO
Ações			█
Crédito			█
Bônus Soberanos CDI		█	
Bônus Soberanos Inflação			█
Bônus Soberanos Pré			█
Alternativos (Hedge Funds)		█	
Isentos CDI		█	
Isentos Inflação / Pré			█
Real Estate		█	

Alocação Moedas	NEGATIVO	NEUTRO	POSITIVO
USD			█
EUR		█	
JPY		█	
BRL			█

exemplo, já resgatou USD 73 bilhões de seus investimentos desde que o preço do petróleo despencou. Naturalmente isso não explica todo o fluxo negativo (o receio pelo aumento dos juros nos Estados Unidos explica parte), mas responde por um bom pedaço.

A normalização do fluxo para emergentes (e ativos de risco como um todo) passa bastante pela recuperação do preço das commodities e da questão dos juros nos Estados Unidos. E sabemos que sem fluxo não há fundamento ou preço barato que dê jeito.

Com isso, mantivemos nossas alocações basicamente em linha com as anteriores, sabedores que temos preços muito atrativos em diversas classes de ativos, como juros brasileiros, *bonds* externos brasileiros, *high yield* americano e ações brasileiras.

Com tanta coisa barata e com um ambiente tão instável (aqui principalmente, mas também lá fora) fica a dúvida da melhor alocação. Temos como racional que a melhor alocação no momento é em mercados onde há um 'juiz' de certa forma, vejamos;

- Na bolsa definitivamente não há 'juiz', os preços vão para onde tiverem de ir. Sempre.
- No câmbio até temos um 'juiz', via intervenções do BC, que no entanto até atrasam os movimentos, mas no fim do dia a moeda também vai para onde tiver de ir.
- Nos juros, temos um 'juiz' claro. O BC, que determina os juros básicos. Nesse momento não vemos motivo algum para o BC subir juros, ao contrário, uma alta de juros pioraria ainda mais o déficit nominal e cairíamos em uma espiral de piora do câmbio, piora da inflação. O próprio BC veio a público para dizer que não tem porque aumentar os juros. Isso posto, vemos prêmios nos juros nominais e reais, a despeito da volatilidade.
- Nos *bonds* externos, temos um 'juiz' contratual. Se o trabalho de análise de crédito estiver bem feito, e a empresa não deixar de cumprir suas obrigações, o papel emitido a 100% do valor de face será resgatado a 100% do valor de face, mais os juros pactuados. Comprando-se ao preço que comprar, o detentor do papel resgata o seu papel em 100% do valor de face. Não havendo, naturalmente, um calote. Com isso vemos enorme valor nessa classe de ativos, duramente atingida nos últimos dois meses.

No momento enxergamos essa como a melhor relação risco x retorno, frente ao momento tão delicado.

Estratégia em Destaque

Neste mês vamos explorar uma estratégia que aparece como uma das grandes oportunidades de investimento pensando no médio e longo prazos.

Trata-se da estratégia de comprar *bonds* negociados no exterior, de empresas brasileiras, e fazer o *swap* para reais, assim deixando de correr o risco da moeda (em geral o dólar) e passando a ter o carregamento de juros (CDI) ao nosso favor.

Basicamente o risco da operação é o risco de crédito das empresas que detemos os *bonds*, e entendemos que há uma grande discrepância entre as taxas que conseguimos localmente e as taxas desses *bonds*, considerando o mesmo risco corporativo.

Para ilustrar, temos uma operação de crédito de Petrobrás saindo no mercado local, a uma taxa de teto CDI + 1,85% ao ano, com vencimento em 2020. Os *bonds* de Petrobrás com prazo equivalente negociam hoje a uma taxa de Dólar + 12% ao ano, e ao fazermos o *swap* para reais e descontando os custos operacionais, esse papel tem uma taxa líquida próxima a CDI + 8%. Para o mesmo risco nos parece uma diferença bem considerável.

Porém, existe uma diferença importante entre os dois mercados: a volatilidade. O mercado secundário de crédito no Brasil é menos líquido do que lá fora, além disso os grandes bancos acabam comprando boa parte das emissões e levam em carteira até o vencimento, portanto não temos grandes movimentos de marcação a mercado no dia a dia.

Lá fora é diferente, esses mercados tem negócio todos os dias, e refletem em seu preço não somente o risco da companhia, mas também o humor do investidor estrangeiro com o Brasil, e por esse motivo vemos uma excelente oportunidade de capturar essa grande diferença de prêmio.

Ressaltamos que essa estratégia pode ser muito volátil, especialmente no curto prazo, com resultados mensais bem negativos (como aconteceu nesse mês de setembro), enquanto a percepção de risco em relação ao país não melhorar. Entretanto, olhando para o longo prazo, uma coisa é certa: se as empresas não descumprirem com suas obrigações de dívida, no vencimento dos papéis, o investidor que correu o mesmo risco em *bonds*, terá sido recompensado com um prêmio consideravelmente maior.