

SUMÁRIO

MUNDO

A China move suas placas tectônicas e o mundo observa. Atônito.

MERCADO

O mês de agosto fez jus à fama, e não deixou pedra sobre pedra.

BRASIL

O barquinho tupiniquim navega, meio que à deriva, no meio de uma tempestade perfeita.

No último mês, articulações políticas afastaram o risco maior de impeachment da atual presidente, porém, a crise política, com a saída do PMDB da articulação, está longe de ser resolvida. E, infelizmente, sem comando e sem governabilidade, nossos mercados sentem a volatilidade de alguém que está realmente à deriva, como um barco sem comandante no meio da tempestade. Acreditamos que os próximos meses serão fundamentais para análise de como conseguiremos sair desta difícil situação, sem comprometer nosso futuro de médio prazo.

Hoje já é inevitável termos uma moeda claramente depreciada (sem ajuste fiscal, o único ajuste que sobra é a depreciação da moeda), mas a coisa ainda pode piorar. Poderemos voltar a ter juros exorbitantes e uma inflação fora de controle, se realmente as contas continuarem, ano após ano, a não fecharem. A nossa dívida bruta está em quase 70% do PIB e um ano como 2015 irá adicionar algo como 8 pontos nessa dívida. Trata-se de uma trajetória insustentável que precisa ser revertida rapidamente, ou pelo menos, precisa ter a confiança de todos os agentes econômicos que será revertida ao longo do tempo. É justamente essa confiança que o mercado passou a não mais depositar ao longo dos últimos 30 dias, quando percebeu que o ministro Levy não tem mais a força e a autonomia que deveria ter.

Neste momento, no auge da crise, achamos o futuro sombrio e sem esperança. Mas cabe lembrar que já tivemos inflação de 84% em um só mês e já passamos por crises piores. Porém, sempre superamos momentos adversos e dessa vez não será diferente. Abaixo avaliamos a situação externa e interna em nosso quadro resumo mensal a fim de informá-los o que estamos enxergando e, por consequência, executando nas carteiras.

Quadro Resumo

O mês de agosto fez jus ao seu adágio popular e trouxe muito desgosto, em praticamente todas as classes de ativos. A pressão veio tanto do lado externo quanto do lado interno. Do lado externo, a mudança da política cambial chinesa, somada a números mais fracos como, por exemplo, na sondagem de gerentes de compras levou o mercado chinês a uma queda de 12% no mês, levando as principais bolsas globais a resultados muito ruins, em sessões de alta volatilidade. Tivemos o S&P500 caindo 6% enquanto que o índice europeu cedeu 9%.

Olhando para a Ásia, o mês nos mostrou que realmente a economia Chinesa não anda bem das pernas. O movimento de depreciação de sua moeda, da ordem de 4,5%, deixou claro para o mundo que a meta de crescimento de 7% é realmente muito difícil e que a desaceleração do crescimento Chinês já está em curso. E levará consigo commodities e países dependentes deste mercado, que não mostra recuperação aparente.

A China passa por um momento de transição econômica. De um país que investia quase 50% do PIB, passará a ser um país investindo algo como metade disso. A transição é normal e o resultado do sobre investimento é sobre capacidade em diversos setores. A China será um país que tem seu crescimento calcado no consumo interno e não no investimento. Naturalmente o processo causa volatilidade e apreensão.

Tal movimento, muito provavelmente, será capaz de diminuir as apostas numa subida de juros pelo FED em Setembro. Em nossa opinião, o Banco Central Americano será muito cauteloso nesse primeiro movimento de alta de juros, e Dezembro deste ano passa a ser a principal

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			

aposta.

A economia dos Estados Unidos continua indo muito bem (o último número de PIB mostra um crescimento de 3,7% aa) e até mesmo a Europa mostra sinais de crescimento e redução de desemprego. Após esse movimento de agosto aumentamos nossa alocação de neutro para positivo em bolsas globais, favorecendo especialmente Europa e Japão.

Outro mercado que também sofreu no mês foi o de Crédito. A classe de high yield nos EUA apresentou perda nominal de cerca de 2% (HYG) e oferece um suculento yield de quase 7% aa. Isso para um país que cresce robustamente e os defaults estão em níveis muito baixos. Mantemos a alocação positiva no setor.

Olhando para 2015 como um todo, um setor bastante punido foi o mercado americano imobiliário, representado pelos REIT's (equivalente aos nossos fundos imobiliários). Da máxima no ano até agora já temos uma queda de 17%. Temos alguns REIT's com yield bruto esperado de mais de 10% ao ano. Aumentamos nossa alocação no segmento para muito positiva.

Internamente, iniciamos Agosto com a notícia de que o nosso tão aguardado Ajuste Fiscal, que nos levaria a um superávit de 1,15% este ano, não mais aconteceria. Como se aquele movimento fosse o pior que poderíamos esperar, o mês nos reservava ainda muitas surpresas. No último dia útil do mês, o governo apresentou, ou melhor, jogou no colo do Congresso, o Orçamento de 2016. Orçamento esse com DÉFICIT. Ou seja, além de não alcançar a meta proposta para este ano, o governo mostrou ao mercado, com todas as letras, que não fará o mesmo em 2016.

Essa foi a gota d'água para que o risco Brasil disparasse, ultrapassando o prêmio pago por países muito mais inexpressivos e menos solventes que nós, como Turquia, Egito e a própria Rússia, que passou por forte ataque especulativo em sua moeda há menos de um ano. Nossos juros explodiram, também antecipando a perda do título de *investment grade* já no próximo ano. Hoje, já não conseguimos mais garantir a permanência de Levy na equipe econômica, que está muito desgastada depois das últimas semanas.

O preço dos ativos passou por um verdadeiro mês de teste de stress e temos, por exemplo, a taxa de juros flat pouco acima de 14%aa para os próximos 10 anos. Essa taxa de juros, se levada a cabo, levaria a nossa relação dívida/PIB dos atuais 70% para 150%. Ou seja, seríamos uma espécie de Grécia tropical. Naturalmente que esses preços nos parecem bem exagerados e vemos neles uma ótima oportunidade. Não é absurdo assumir que com esse movimento o governo consiga perder até o fugaz suporte do empresariado, recém conquistado, e isso traria mais volatilidade sobre o que poderia acontecer.

Na renda variável, assim como na renda fixa, o mês foi de perdas e a bolsa brasileira caiu 8%. No atual patamar de preços (especialmente em dólares) fizemos o movimento de sair de neutro para moderadamente positivos com as ações locais.

Em moedas, com a volta do yen de 125 para 119 voltamos a ficar negativos com a divisa japonesa. Continuamos positivos com o dólar contra os seus principais pares. O real, neste patamar de preços, nos parece já acima do seu valor justo e reflete muito da crise política. Estamos moderadamente positivos em posições em real e prontos para irmos para bem positivos caso a escalada continue.

O momento é de volatilidade e tensão nos mercados. Porém, lembre-se que os bons ativos são comprados com desconto nestas horas. Quando o mercado está em sua fase 'maníaca' os preços ficam caros e as bolhas se formam. Já na fase 'depressiva' os preços despencam com os 'maníacos' vendendo.

Claro que não tentamos minimizar o momento atual do Brasil. O momento é grave e os preços embutem prêmios que refletem isso. Aqui, nossa função será entender distorções e aproveitar o momento para fazer boas compras de longo prazo, como também defender as carteiras dos movimentos mais bruscos de curto.

Estratégia em Destaque

Neste mês vamos falar de nossa estratégia mais conservadora, que engloba uma grande parcela de renda fixa e um pouco de exposição a crédito. Tivemos um mês de agosto bem volátil, em que a curva de juros teve forte variação para cima em todos os vértices.



A estrutura típica dessa estratégia consiste em diversos fundos, onde buscamos um grande percentual em ativos de alta liquidez, um pouco de exposição ao mercado de juros (pré fixado e indexado à inflação) e uma carteira bem pulverizada de crédito. A alocação entre essas estratégias leva bastante em consideração o nosso cenário macroeconômico, para buscar uma carteira mais balanceada de acordo com o momento de mercado.

No momento, temos alta exposição em fundos de títulos públicos indexados a CDI, uma pequena parcela exposta a fundos com exposição ao mercado de juros (estamos aumentando marginalmente) e na parte de crédito, temos uma carteira extremamente diversificada em fundos de diferentes estratégias. A consolidação desses fundos de crédito resulta em posições nos mais diversos veículos de crédito, como CDBs, Letras Financeiras, Debêntures, CRIs e FIDCs.

Para termos uma base de desempenho, vamos utilizar nosso fundo aberto, o Porto Seguro, que existe desde 2009. A performance no mês ficou abaixo do benchmark, em 90,51% do CDI. No ano o retorno é de 100,27% do CDI e no longo prazo, 24 meses, por exemplo, a carteira entregou 104,63% do CDI.

Apesar do retorno abaixo do esperado em agosto/2015, entendemos que com esse estresse recente, especialmente no mercado de juros, temos uma carteira que consegue preservar capital e está bem posicionada para uma normalização dos mercados.

Como destaque positivo no mês, temos a estratégia focada em FIDCs, rodando 117% do CDI. Do lado negativo, temos a estratégia de Juros e Moedas, com retornos levemente negativos no período.