

SUMÁRIO

MUNDO

Os desafios continuam, cada vez mais fortes. Vivemos em um mundo completamente novo.

MERCADO

Bipolaridade é a palavra de ordem. A fase agora é de alegria.

BRASIL

O cenário político piora para Dilma e o PT, por isso o mercado melhora.

Risk On!

Já diziam nossas avós que nada como um dia após do outro, seguido de uma bela noite de sono. Os mercados globais, depois de um começo de ano bem negativo, realizaram que talvez os fundamentos não sejam assim tão negativos como os preços diziam e engrenaram, na segunda quinzena do mês, uma recuperação de preços e uma redução de volatilidade.

No cenário externo tivemos a cavalaria (governos e bancos centrais) fazendo o papel de bombeiros, seja via mais estímulos do governo chinês (liberação de compulsórios), seja via declarações com tom 'dovish' de membros do FED. Um outro fator importante foi a definição da data do referendo que decidirá a saída ou não do Reino Unido da União Europeia. Esse último item, ao invés de gerar mais stress nos mercados, acabou sendo um fator de impulsão dado que o mercado entendeu que agora mais do que nunca o Banco Central Europeu terá de vir com mais estímulos, se quiser manter um clima de prosperidade no velho continente. A ideia é fazer o inglês votar com o bolso (medo de perder acesso a um mercado de 500 milhões de pessoas) e não votar com o figado (fechar o país para a horda de imigrantes).

No final do mês tivemos a reunião do G20, que emitiu um comunicado bem importante de como será o mundo daqui para frente. O G20 reconhece que o limite dos bancos centrais foi alcançado e que os governos deveriam buscar mais crescimento via aumento de gastos, gerando mais déficit. Esse tipo de postura nos preocupa. Afinal o mundo em resumo vive o seguinte dilema: mais endividamento (público e privado) e cada vez menos gente (demografia) para pagar essa dívida. Se a solução é mais dívida, nos perguntamos se eles pretendem pagar isso lá na frente com mais inflação ou com um 'hair cut'. Bem, isso fica para depois. Por hora o mercado está em modo de mais risco, com todo esse suporte e isso é o que temos que absorver no curto prazo.

No cenário doméstico, tivemos de relevante: a prisão do marqueteiro João Santana (que leva a questão de financiamento da campanha de 2014 com dinheiro desviado para dentro do Palácio do Planalto), a delação de Delcídio do Amaral (com fortes denúncias a Lula e Dilma) e o derretimento do capital político do ex-presidente Lula, com os recentes eventos de condução coercitiva e mandatos de busca e apreensão no Triplex, Sítio de Atibaia e Instituto Lula. Isso coloca Dilma muito mais fraca e o mercado volta a apostar que ela não termina o mandato. Com isso, dólar volta a perder valor perante o real e a bolsa se recupera das quedas do final do ano passado e de Janeiro. Enquanto o governo fica mais acuado, vemos o Senado tomando o protagonismo de agenda positiva para o país. Um exemplo foi a lei que tirou da combalida Petrobrás a obrigação de ter 30% do investimento do pré sal.

Em um mundo onde algo como USD 6 trilhões estão investidos em juros negativos (isso mesmo, você paga para alguém por estar comprando a dívida dele) pequenos sinais de melhorias no Brasil (e preços bem atrativos) são a senha para que um pedacinho dessa montanha de dinheiro procure retorno em juros positivos, fato que está ultrapassado no mundo desenvolvido. Para que este recurso volte a nos procurar é preciso porém voltarmos a passar confiança e credibilidade para o mercado como um todo, o que acontecerá, principalmente, quando desatarmos o nó político e conseguirmos colocar as reformas altamente necessárias em curso.

Quadro Resumo

No quadro global estamos aumentando nossa alocação em bolsas, focando Europa e Japão, que estão bem mais atrasadas do que os Estados Unidos. Enquanto no ano o SP500 tem perdas de 5,5%, o Eurostoxx acumula perdas de 9,8% e o Nikkei de 15,8%.

Mantemos nossa alocação comprada em commodities. No ano o petróleo acumula perdas de 13,5%, que cremos serão revertidas em breve. Como destaque, temos a recuperação dos preços do minério de ferro, com alta de 13,9% no ano.

No Brasil tivemos um bom mês para as ações, com o Ibovespa subindo 6% no mês. Mantemos nossa alocação favorável em ações locais.

A alocação em papéis de inflação está se pagando com retorno do IMA-B de 4.2% no ano (contra 2% do CDI). Mantemos a alocação.

Um ponto de atenção é o crédito doméstico, temos um cenário ainda bem ruim para as empresas brasileiras, com acesso ruim ao crédito e vendas em queda. Além disso, o mercado é claramente mal precificado (quando comparamos com

Alocação Global	NEGATIVO	NEUTRO	POSITIVO
Ações			
Crédito (IG/HY)			
Bônus Soberanos			
Commodities			
Alternativos (Hedge Funds)			
Real Estate			
Alocação Brasil	NEGATIVO	NEUTRO	POSITIVO
Ações			
Crédito Privado			
Bônus Soberanos CDI			
Bônus Soberanos Inflação			
Bônus Soberanos Pré			
Alternativos (Hedge Funds)			
Títulos FGC Pós			
Títulos FGC Pré			
Títulos FGC Inflação			
Real Estate			
Alocação Moedas	NEGATIVO	NEUTRO	POSITIVO
USD			
EUR			
JPY			
BRL			

instrumentos similares de crédito das mesmas empresas no exterior). Essa precificação começa a aparecer e, no ano, o índice que mede as debêntures em CDI da Anbima acumula alta de apenas 1,42% (70% do CDI). O crédito doméstico exige mais do que nunca disciplina e parcimônia.

Nas moedas o destaque do ano é a forte valorização do yen (6%) com a forte onda de aversão ao risco do começo do ano. Cremos que a tendência, da maneira que o mercado se acalma, é de desvalorização do yen. E também do euro, com as questões do referendo na Inglaterra.

Em resumo, é um ano de mais volatilidade e os ganhos modestos para as alocações mais estáticas. Os retornos em 2016 deverão ser obtidos através de posicionamentos mais táticos.

Estratégia em Destaque

Neste mês vamos reforçar novamente uma estratégia que entendemos ser uma das grandes oportunidades de investimento no médio e longo prazo.

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.

Resumindo, o risco da estratégia 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.

Pegando como exemplo os bonds da Vale com prazo médio (duration) de 5 anos, os papéis negociam hoje a uma taxa de Dólar + 9% ao ano, e ao fazermos o swap para reais e descontando os custos operacionais, esse papel tem uma taxa líquida próxima a CDI + 6% (142% do CDI) no período todo.

Vamos ilustrar com alguns cenários de stress. A taxa ponderada da carteira hoje está em aproximadamente Dólar + 10,5% (CDI + 7,5%) e prazo médio de 4 anos. Considerando o CDI estável em 14,25% (e pensando em juros simples para sermos conservadores) temos o seguinte:

Cenário Base: Se não tivermos nenhum default na carteira: $CDI + 7,5\% \times 4 \text{ anos} = 87\%$ de retorno / 152% do CDI aproximadamente

Cenário Stress: Nível alto de default, de 5% com uma recuperação de 30% do principal: $(CDI + 7,5\% \times 4 \text{ anos} \times 90\% \text{ da carteira}) - 7\% \text{ default} = 71,30\%$ de retorno (125% do CDI)

Cenário Armagedom: Nível altíssimo de default, de 15% com uma recuperação de 0% do principal: $(CDI + 7,5\% \times 4 \text{ anos} \times 85\% \text{ da carteira}) - 15\% \text{ default} = 58,95\%$ de retorno (103% do CDI)

É possível ver que, mesmo em um cenário catastrófico, ainda teríamos um retorno próximo do CDI se carregarmos essa carteira até o amadurecimento dos papéis.

Vale lembrar que lá fora o mercado de crédito 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 em relação ao mercado de crédito local.

Ressaltamos que essa estratégia pode ser muito volátil, especialmente no curto prazo, com resultados mensais bem negativos, 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 receberá o montante acordado.