



COMENTÁRIO

Em agosto a moeda brasileira manteve sua trajetória muito volátil, bem acima da média histórica em relação a seus pares correlacionados, como moedas emergentes e produtoras de commodities. Existem muitas especulações sobre a causa dessa volatilidade realizada muito acima da média. Nossa análise é que o principal fator foi a Selic ter chegado no ZLB (*zero lower bound*) muito rápido, evidenciado por vários sinais de rejeição a essa taxa *risk free* em diferentes classes de ativos. A volatilidade realizada da moeda é apenas uma dessas muitas válvulas de escape em resposta a uma Selic muito baixa. Existe uma grande diferença entre juro baixo e juro zero e o país parece estar entrando na mesma armadilha de “*financial repression*” da Europa e dos EUA durante o governo Obama. Nesse cenário, ocorrendo uma política fiscal austera, associada a uma política monetária demasiadamente frouxa e à presença de bancos incapacitados de gerar ativos (baixo *Money velocity* - o crédito não chega em quem precisa e o do outro lado o poupador sem alternativas se vê compelido a tomar riscos mais altos que sua tolerância facilitando a criação de bolhas ou excessos de concentrações de alocações), parte da poupança alocada em produtos em moeda nacional acaba migrando para mercados com mais alternativas, como o dos EUA. Historicamente, países emergentes são receptores de poupança externa para financiar o déficit de conta corrente e o crescimento, porém temporariamente vivemos uma dinâmica inversa com contas externas sendo beneficiadas pelo choque positivo dos termos de troca das commodities e por uma queda abrupta de importações e turismo, contrastados com remessas via poupança sendo exportada pelos motivos acima e em alguns casos sendo utilizada como *funding currency* nas bolsas de futuros, o que vai na contramão do seu histórico como uma moeda de *carry*.

O cenário externo demonstrou uma retração em relação ao mês de julho quanto a possível rotação de “*growth*” versus “*value*”, tendo os metais consolidando ganhos lateralizados ou com quedas pequenas, emergentes performando de forma inferior aos mercados globais e a classe de ativos de tecnologia liderando os índices americanos e contribuindo para estes alcançarem novas máximas históricas. Contudo, essas máximas possuem características e sinais especulativos, quais sejam a volatilidade implícita muito alta demonstrando um mercado impulsionado por compra de opções, o excesso de concentração em poucos nomes sem a participação ampla da grande maioria das empresas do setor, com destaque para duas empresas (Apple e Tesla) cujo racional de alta foram um *stock split* (desdobramentos). *Stock splits* são eventos neutros para mercado e chamam a atenção serem considerados um trigger para uma alta tao significativa. Para por em contexto o *stock split* da Apple gerou só no mês de Agosto, um ganho de Market cap equivalente ao PIB da Áustria.

Apesar da reversão em agosto do *asset class rotation* começado em julho, vários sinais apontam para uma mudança estrutural na alocação de capital e regime econômico futuro. Isso se dá por um cenário de risco político americano crescente, taxas de juros reais negativas no mundo fazendo novas mínimas impulsionando o preço das commodities e o excesso de concentração de *asset allocation* em um único setor e dentro desse setor uma altíssima concentração em 5 ou 6 nomes. Um setor extremamente dinâmico cujas empresas se tornam obsoletas num curto espaço de tempo. Não existe nenhuma garantia que uma empresa dominante hoje permanecerá sendo em 10 anos. Existe um risco de obsolescência totalmente mal precificado pelos investidores, de modo que exemplos como Xerox, IBM, Kodak são abundantes de que isso pode ocorrer. Além do risco de obsolescência, o risco de tomada de medidas anti-trust pelo governo e quebra de monopólio, como ocorreu com AT&T, não estão corretamente precificadas pelo investidor. Especialmente com o calendário de eleições americanas tendo o risco político crescente de uma eleição contestada com potencial de crise institucional caso haja divergência na contagem de votos. Os Estados Unidos têm um histórico de, na hipótese de um grupo econômico ou setor adquirir muito poder econômico e político rápido, o establishment político e a própria sociedade normalmente reagirem de forma a quebrar essa hegemonia. Ocorreu no *gilded age* com os grandes industrialistas americanos, durante a grande depressão, nas décadas seguintes com a quebra de monopólio da AT&T. Com a passivação dos investimentos e indexação via ETFs, a construção dos índices baseadas em *Market cap* favorece essa dinâmica de concentração de investimentos e chegamos na situação absurda de que na margem toda poupança do mundo é alocada em 4 ou 5 empresas.

Os investidores que tiverem o apetite e horizonte de tempo que comportem uma atitude contrária, apostando num novo ciclo que se inicia, irão se beneficiar dessa potencial rotação de investimentos. Caso haja essa rotação de *growth* para *value* e de tecnologia para commodities, nos dois casos, o Brasil estará bem situado para ser um receptor de investimentos.