

Nossa estratégia para agosto era defensiva.

Na parcela de renda fixa, mantivemos uma exposição menor que o benchmark nas NTN-Bs e um prazo de carteira relativamente mais curto.

Como já sublinhamos em carta anterior, julgamos que a rentabilidade das NTN-Bs é muito atrativa, superior ao que seria justificável pela qualidade de crédito do Brasil. Contudo, é possível que nos próximos meses a deterioração das condições de liquidez e o temor de um choque de crédito, sobretudo no mercado interbancário podem tornar menos negativa a inclinação da curva de juros, impactando as NTNs de prazo superior a 2 anos.

Alocamos nosso percentual em ações para os setores mais defensivos:

Sector	Ibov	PGBL
Consumer Discretionary	4,85%	0,00%
Consumer Staples	6,35%	15,01%
Energy	17,79%	14,53%
Financials	19,84%	7,00%
Industrials	5,51%	15,79%
IT	0,87%	7,15%
Health Care	0,00%	0,00%
Materials	28,60%	18,05%
Real Estate	3,05%	0,00%
Telecommunication Services	5,10%	0,00%
Utilities	8,04%	22,47%

Como se pode observar da tabela, nossa tese é que *financials* e *real estate* ainda não incorporaram integralmente a deterioração das condições de crédito e portanto temos uma alocação inferior ao benchmark.

A alocação zero em *telecoms* reflete uma tese que este setor encontra-se dominado pelos temas societários. Acreditamos assimétrico o risco retorno em um setor onde as notícias altistas dependem em larga medida da capacidade dos consolidadores levantarem crédito e, tendo êxito, estarem dispostos a tratar os minoritários de forma “justa”.

A menor alocação em “materials” deve-se ao nosso convencimento que o ciclo de “commodities” pode ter-se esgotado em resposta a desalavancagem, que levará a um declínio na atividade econômica. Um novo ciclo de alta nas “commodities” vai requerer uma desconfiança na moeda fiduciária. Ainda que possível neste quadro de grave crise financeira, parece ser o cenário de menor probabilidade, pela inexistência de indexação salarial. Do mesmo modo, os múltiplos de “consumer discretionary” não são adequados ao cenário de “divergência” que julgamos irá predominar nos próximos 12-18 meses.

Nossas alocações maiores que o benchmark estão em *industrials*, *staples*, *technology* e *utilities*.

Evidente que *staples* e *utilities* são defensivos por natureza. No tema *utilities*, implementamos na escolha dos papéis um tema global que as empresas estatais estão melhor posicionadas. Em *staples*, favorecemos papéis que podem beneficiar-se com uma queda no preço das commodities.

Em *industrials* e *technology*, manifestamos uma opinião que o ciclo dominado pelo gasto do consumidor – evidente no caso americano e base das análises otimistas sobre a bolsa brasileira no grau de investimento – está esgotado. Os consumidores estarão, nos próximos anos, no pólo oposto: menos gasto corrente, sobretudo o conspícuo, venda de ativos, recomposição de reservas, redução do endividamento. Portanto, é provável que o gasto público em infraestrutura e o gasto das empresas – inclusive em tecnologia – sejam o motor do investimento nos próximos meses.