



Carta Trimestral de Setembro de 2015

Escrita em 28 e 29 de setembro de 2015

THALASSA CAPITAL LLC

"Na medida em que as proposições da matemática referem-se à realidade, não são certas; e na medida em que são certas, não se referem à realidade." Albert Einstein

Os mercados financeiros são frequentemente eficientes, mas são raramente infalíveis e nunca totalmente blindados por assimetrias estruturais e influências comportamentais. O ciclo de feedback entre as expectativas futuras e os preços de hoje constantemente transformam princípios básicos, fazendo do equilíbrio econômico um processo que nunca termina.

O terceiro trimestre de 2015 foi assolado por incertezas de todos os tipos, o que reforçou ciclos reflexivos altamente desestabilizadores. A convergência de uma potencial desaceleração na China e possíveis taxas crescentes nos EUA foram o suficiente para deprimir os investidores globais, que começaram a projetar taxas medíocres do PIB global e maior custo de capital.

A reunião de setembro do Fed, que foi uma das mais analisadas em anos, acabou aumentando o nível de incerteza nos mercados, em vez de marcar um ponto de mudança histórica na política monetária. Se Albert Einstein está certo em sua citação sobre a relação entre a matemática e a realidade, a presidente do Fed, Janet Yellen, pode ser desculpada por sublinhar a dependência de dados de seu Fed e, geralmente em seguida, desconsiderar esses indicadores. Embora os dados norte-americanos pareçam justificar um início do processo de normalização das taxas de juros, o medo de deflação global está colocando um freio no Fed. O resultado é uma confusão massiva quanto ao curso das decisões futuras e, portanto, um aumento da volatilidade.

Se a indecisão do Fed não foi o suficiente para ofuscar projeções financeiras, a instabilidade do setor de energia é outro grande fator desestabilizador. Preços mais baixos de energia são positivos ou negativos para a economia global? Um ponto de equilíbrio estaria mais perto ou mais longe, como resultado dos últimos 12 meses de uma brutal remarcação de preços? A guerra de preços do petróleo instigada pelos sauditas pode resultar em muito mais volatilidade no setor para os próximos anos, enquanto a paisagem da produção é redesenhada e projetos de longo prazo são cancelados. A demanda por energia continua a aumentar, mas a desaceleração chinesa tem tirado o sono dos comerciantes. Até agora, a China manteve elevadas as suas importações de energia, uma vez que reabastecem as reservas estratégicas; no entanto, essa demanda é vista como transitória e instável. Ainda



assim, o derramamento de sangue da energia parece um exagero, já que o excesso de oferta pode não ser tão significativo como sugerido por algumas manchetes. A produção dos EUA está levando um duro golpe, que está aumentando em magnitude e cuja velocidade está prestes a crescer, enquanto o crédito é cortado e hedges expiram. Além disso, ao contrário da crença generalizada, o fracking (fraturamento hidráulico) que é paralisado não pode realmente entrar em operação tão rapidamente como se acreditava. A tão falada redução dos custos de produção fracking, o que reduz o ponto de equilíbrio dos EUA, é também muito exagerada, pois é em grande parte uma função das condições desesperadoras que os representantes do setor estão gerenciando. A ciclicidade da energia continua a tornar esse deslocamento atraente, mas o seu sincronismo incerto.

Como citado frequentemente nos círculos financeiros, a palavra "crise" em chinês é composto dos símbolos para o perigo e oportunidade; assim, nestes tempos de crises de ativos financeiros, onde está o perigo e onde estão as oportunidades?

Os setores de energia e mercados emergentes parecem oferecer oportunidades de longo prazo, mas alto perigo de curto prazo. Seletivamente, continuamos a acreditar que os detentores de longo prazo devem olhar para estas áreas.

As REITs que continuam a negociar com um desconto significativo para NAV, agora aumentaram para quase 13%, o que implica um bom valor, mas elas estão no momento presas pelo mencionado medo da convergência de baixo crescimento e maiores taxas. Com o nível de rendimentos do setor acima de 4% e firmas especializadas pagando mais de 6%, neste ambiente a aposta parece relativamente atraente.

Ações nacionais são bastante razoáveis em comparação com as médias históricas; no entanto, se os lucros começarem a se deteriorar muito neste trimestre e tenderem para a extremidade inferior do intervalo previsto para 2016 (US\$110 para o S&P 500), um novo nível de equilíbrio poderia ser encontrado em torno da marca de 1700 (ou EPS \$110 x 15,5 taxa média P/E = 1705). Um cenário improvável, mas certamente possível dentro desta estrutura nova de desaceleração.

A renda fixa continua a ser pouco atraente em uma base de curto prazo, por causa da incerteza sobre a política monetária, e numa base em longo prazo, devido à matemática dos limites e os seus preços atuais.

No geral, o conjunto de oportunidades atuais é limitado, e níveis mais elevados de dinheiro combinados com estratégias de correlação são uma boa maneira de mitigar a volatilidade que está varrendo a maioria dos setores.

Como sempre, nós gostaríamos de agradecer pela confiança renovada em nosso trabalho,



Youri Bujko

Davide Accomazzo