

Risco alto para retorno esperado baixo

Iniciamos maio com a avaliação que o mercado de ações no Brasil estava negociando em um patamar de preços que ignorava uma diminuição global na disposição de ter ações, dado um cenário de maior risco de resultados desapontadores das empresas não financeiras. Tampouco estava considerando uma elevação substancial do custo de oportunidade de carregar uma carteira de ações. Um patamar de preços mais valorizado dependeria de um fluxo de dinheiro novo – local, por diversificação de portfólios ou estrangeiro, na esteira do grau de investimento – e do crescimento mais acelerado do mercado interno – bancos, imobiliário, varejo, transportes. Não acreditamos nesse cenário. As perspectivas de um mercado de ações mais valorizado dependem fortemente de uma continuidade no movimento de commodities e parece-nos evidente que o balanço de risco para ambos fatores – resultados e custo de oportunidade – está pendendo para uma nova deterioração.

Acreditávamos que a taxa de juros nominal de curto prazo só alcançaria equilíbrio com a SELIC indicando uma taxa de juros real projetada ao redor de 9 % a.a. Julgamos que este nível de curto prazo foi atingido. Ao contrário, a taxa de juros nominal de médio prazo ainda não encontrou um equilíbrio entre uma forte demanda por dinheiro e uma oferta hesitante. Partimos da convicção que não é necessária uma taxa de juros real ex ante de 12,3 % a.a. - como no movimento de restrição monetária de 2004/05 - para que a inflação mantenha-se ao redor de 5 % a.a no médio prazo. Consideramos que a inflação só mudará de patamar na hipótese de uma política monetária leniente que permita uma generalização dos aumentos de preços – que não parece ser o caso brasileiro – e, sobretudo se houver indexação salarial. Ademais, o preço das commodities reflete uma demanda global que pode não se confirmar, em face da desalavancagem financeira, do crescimento menor e juros nominais mais elevados.

Portanto, cremos que o melhor risco retorno está nas posições aplicadas nos vencimentos mais longos. Ainda que pareça paradoxal, estas posições devem ser iniciadas em um momento de preocupação com a inflação.

Vemos a posição comprada em reais com motivação tática. Há um substancial diferencial de juros acrescido de uma perda de valor do dólar frente às moedas ligadas a commodities. Contudo, o atual nível de preços incorpora baixa margem de segurança. A ocorrência de uma correção no preço das commodities, no fluxo de recursos ou mesmo uma reação do dólar em relação à cesta de moedas desde o mínimo de 17 de março poderia levar o real a um patamar mais elevado, mais que compensando o custo negativo de carregamento.