

Descolamento

Acreditamos que os ativos brasileiros (títulos, câmbio e ações) podem apresentar desempenho superior àqueles observados nas economias centrais em 2009.

Os fundamentos brasileiros parecem particularmente positivos. O crédito soberano é sólido e está melhorando na margem. Por paradoxal que pareça, os títulos denominados em reais tornaram-se mais escassos em meio à abundância de oferta de títulos denominados em moeda supostamente forte. Não há risco de crise cambial no horizonte, pois a combinação de desvalorização cambial real e queda cíclica no déficit da conta serviços tornam o financiamento da conta corrente confortável. O colapso da demanda global afeta de maneira menos grave a economia brasileira. Mesmo as commodities, que registram perda de preços e de *quantum* nos últimos meses são importante proteção contra o risco inflacionário. A demanda doméstica, ainda que não possa garantir dinamismo à economia brasileira, dará algum crescimento em um mundo que assiste à retração generalizada do consumo das famílias e investimento das empresas.

Este descolamento têm se manifestado de maneira clara: o IBOVESPA encontrou um piso no final de outubro e não voltou a este nível de preços mesmo com o declínio dos mercados internacionais em novembro de 2008 e da renovada queda S&P 500 e especialmente do sub-índice do setor financeiro em janeiro. O IBOVESPA é sobretudo *energy*, *materials* e *financials*. Temos dúvida sobre *financials*, mas acreditamos que as empresas de *energy* e *materials* são boa proteção contra o risco de ataque à moeda fiduciária nas economias centrais. Nossa hipótese é que o IBOVESPA negociará em um intervalo entre 36 mil e 46 mil pontos. A dificuldade contudo estará em aproveitar a alta – é mais provável ganhar dinheiro com a recuperação aguda de preços que caracterizam os mercados baixistas – estando sujeitos ao riscos de nova queda advinda dos mercados internacionais, sobretudo se os preços do setor financeiro ainda não encontraram seu piso .

A taxa de câmbio também parece mostrar grande resiliência ao movimento de valorização do dólar que manifestou-se novamente em janeiro. Nossa tese é que teria sido melhor se o Banco Central tivesse permitido que a taxa de câmbio buscasse um patamar mais próximo de R\$ 2,60, que teria atraído um importante fluxo de recursos para o Brasil. No patamar de R\$ 2,30 não vemos grande assimetria e portanto tendemos a ter posições de trading, de prazo mais curto e menos direcionais. Mas, claramente favorecemos posições vendidas em dólar, por considerar que os riscos de desvalorização abrupta do dólar são significativos. Neste caso, cremos que a combinação de moedas commodities, reduzido *déficit* em conta corrente, crescimento doméstico e demografia favorável serão claramente beneficiadas por uma eventual realocação de portfólios internacionais.

Acreditamos que a principal assimetria de risco retorno está na taxa de juros, sobretudo na parte curta da estrutura a termo, nos títulos indexados e na inclinação.

Julgamos que o Banco Central – a exemplo dos demais bancos centrais do mundo - realizará o movimento de corte da taxa de juros nominal ainda no primeiro semestre de 2009 e buscará uma taxa de juros real que

mantenha a expectativa de inflação próxima de 4 % a.a., que deveria corresponder a uma taxa SELIC ao redor de 9,5 % a.a .

A dívida indexada pode apresentar rentabilidade ao redor de 5% a.a. nos próximos meses, abaixo do observado em maio de 2007. O mercado deveria pagar um prêmio para carregar as NTNBS, precisamente no momento que a taxa SELIC encontrar seu piso. De fato, a ameaça inflacionária subjacente na economia mundial teria um efeito tão devastador na renda fixa que os portfólios deveriam buscar, em condições de equilíbrio, os títulos indexados. Implícita em nossa tese que o risco deflacionário é muito baixo e claramente assimétrico: não faz sentido defender-se de uma deflação de 1% a.a. para tomar o risco de uma inflação de 10% a.a. na hipótese dos Bancos Centrais não conseguirem reverter os efeitos deletérios da expansão de seus balanços e do “*quantitative easing*”. Estamos, portanto, atribuindo baixa probabilidade à tese que a crise atual é similar à depressão de ‘29 e da crise japonesa dos anos 90. Ao contrário, cremos que pode haver funcionalidade na inflação que 25 anos depois cumpriria a tarefa de destruir de maneira material o estoque de riqueza em renda fixa.

Nossa hipótese é que a estrutura a termo da taxa de juros, encerrado o ciclo de queda da taxa SELIC, será bastante inclinada, a exemplo do que ocorre no resto do mundo. Novamente, cremos que o balanço de riscos e sobretudo o *pay off* da hipótese inflacionária não autorizam posições prefixadas na parte longa da curva de juros.