

Algumas observações abstratas e considerações sobre o descolamento

O Oscar de melhor filme concedido a “Slum Dog Millionaire” sobre “Benjamin Button” lembra, com sinal trocado, o Oscar de 2003, quando “Chicago” derrotou “O Pianista”. A vitória de “Chicago” representou um desejo do inconsciente coletivo norte americano de esquecer as fraudes e os escândalos corporativos e de reverter o pessimismo soturno do 11 de setembro. Manifestou que, apesar de tudo, “the show must go on”. Como sabemos, o mercado de ações norteamericano valorizou-se 100 % entre março de 2003 e outubro de 2007. A vitória de “Slum Dog Millionaire” não é altista: a sociedade está fundada sobre fraudes, o êxito é efêmero e depende do acaso, a globalização é uma farsa. Se a escolha da Academia – *proxy* para o inconsciente coletivo dos Estados Unidos – tivesse recaído sobre “Benjamin Button”, seria possível a metáfora de um renascer, de uma sociedade que se reinventa, que se revigora em direção aos anos de glória.

Esta digressão tem por objetivo argumentar que o espírito do “buy and hold”, que dominou o mercado de ações nos últimos 25 anos, pode ter chegado ao seu final. Segundo esta tese, as correções de mercado representavam uma oportunidade para comprar ações e que se o investidor tivesse tempo e paciência seria recompensado com um retorno ao longo do tempo de 8 % a.a.. Paradoxalmente, ainda que o atual patamar de preços possa representar a melhor oportunidade de compra em muitos anos, é provável que a atitude dos investidores mude substancialmente nos próximos anos. A demografia é um claro obstáculo: os “baby boomers” estão próximos da aposentadoria e sua alocação em ações era claramente acima do prudente. Ao mesmo tempo, os investidores deram-se conta que o maior risco associado a uma carteira de ações não é contrapartida de maior esperança de retorno. Finalmente, é possível que os próximos anos apresentem balanços menos alavancados, mais impostos corporativos, menos vendas e concorrência crescente das plataformas asiáticas deteriorando o poder de preços das grandes empresa americanas.

A outra leitura que extraímos do Oscar é a clara perda de importância do “alpha male”. O protagonista de “Slum Dog” está muito distante do herói representativo do mundo 1982 – 2007. Este “alpha male” é assertivo, decidido, acredita que todos os problemas têm solução e tem poucas dúvidas, sobretudo nas virtudes do mercado: é Ronald Reagan e Margareth Thatcher, Harrison Ford e Leonardo di Caprio, Jack Welch e Sanford Weil, Jack Grubman e Bernie Ebbers, Robert Merton e Thomas Sargeant, Alan Greenspan e Karl Otto Pohl.

Julgamos que os próximos anos serão mais “femininos”. Não temos idéia como esta abstração se manifestará diretamente nos mercados. Desconfiamos que um mundo mais “feminino” é marcado por mais prudência, menos desigualdade e provavelmente taxas de retorno menores.

Acreditamos que o comportamento dos mercados em fevereiro indicou duas tendências: a) divergência e dispersão de retornos, sugerindo que o mercado de ações em particular e os mercados de ativos em geral estão formando uma base; b) descolamento dos mercados brasileiros dos mercados internacionais.

A divergência de comportamento dos ativos em direção distinta mostra que a venda já não é indiscriminada : o S&P 500, o S&P *financials* e os índices de risco de crédito corporativo (Itraxx ou ABX, por exemplo) testaram os patamares do pânico de 20 de novembro enquanto o VIX, o TED spread e o CRB mantiveram-se acima do patamar da crise.

Da mesma maneira interpretamos a dispersão de retornos entre os distintos países e setores como observado na tabela 1. Há muitos ângulos: forte declínio em *financials* nas economias centrais não foi capaz de arrastar o setor financeiro no Brasil; queda profunda na atividade econômica não evitou alta em *materials* ou IT; perda de fôlego de *consumer staples* indica comportamento menos defensivo dos investidores indexados.

Nossa análise é que a combinação de divergência entre indicadores e dispersão de retornos entre setores e geografias indica que a desalavancagem e liquidação forçada chegaram ao fim. Portanto, é provável que o patamar de preços de 20 de novembro constitua um mínimo importante para os mercados de ações e de crédito. Esta constatação não é suficiente para iniciar uma posição comprada, mas sugere que posições vendidas tornaram-se muito perigosas.

Tabela 1

Retorno (%) em US\$ por setores

20-nov-08 a 27-fev-09

Industry	Region Industry Price Performance								
	Global	US	Europe	Japan	Canada	Australia	Asia	Latin America	Brazil
Consumer Discret.	1,8%	7,3%	-6,5%	1,7%	1,4%	-1,0%	19,3%	3,8%	21,2%
Consumer Staples	-5,3%	-6,2%	-2,6%	-22,2%	4,2%	9,9%	3,0%	-5,1%	3,1%
Energy	3,7%	0,9%	0,6%	26,3%	15,0%	12,4%	12,4%	61,6%	63,0%
Financials	-14,7%	-19,2%	-19,4%	-13,5%	-11,0%	-4,1%	2,1%	14,9%	13,7%
Health Care	-3,1%	1,5%	-10,9%	-13,1%	21,3%	11,5%			
Industrials	-7,2%	-13,5%	4,4%	-2,5%	-2,0%	-21,2%	10,2%	-3,5%	8,6%
IT	6,2%	8,3%	-6,5%	-1,2%	-5,1%		15,8%		15,3%
Materials	12,5%	3,8%	5,4%	1,3%	54,1%	29,7%	-11,2%	40,9%	32,9%
Telecom	-0,7%	5,8%	-3,1%	0,9%	-17,1%	-6,9%	1,5%	-7,8%	22,5%
Utilities	-8,6%	-4,1%	-13,1%	-9,7%	-2,5%	-4,6%	4,6%	1,3%	1,5%
Total	-2,9%	-2,3%	-7,0%	-5,2%	6,4%	5,0%	7,2%	18,3%	26,7%

Ao contrário de 2008, acreditamos que o descolamento brasileiro pode perdurar. Em 2008, os preços brasileiros incorporavam um prêmio – considerando que o custo de capital no Brasil era e ainda é substancialmente mais elevado que nas economias centrais - que tornava o mercado – ações e câmbio, sobretudo – vulnerável à mudanças internacionais. Ademais, o cenário de crescimento doméstico, fundado no consumo de massas e na expansão acentuada do crédito requereria anos seguidos de aumento de resultados, dando pouca margem de segurança às posições compradas.

Em 2009, os preços brasileiros – câmbio, bolsa e juros indexados - incorporam um mundo muito menos brilhante, mais factível e com maior margem de segurança.

A bolsa brasileira não está barata. Os múltiplos de 2009 devem situar-se ao redor de 13 x (earnings de 3200 pontos para um IBOVESPA médio de 40 mil pontos), mas com clara tendência de melhora para os próximos anos, por efeito de algum crescimento. Contudo, o componente de commodities da bolsa brasileira funciona como proteção em dois cenários distintos: se a atividade econômica global voltar a crescer ou se a crise profunda criar uma desconfiança em relação à capacidade de pagamento da dívida norteamericana ou se ainda se o temor de inflação nas economias centrais levar a uma realocação de portfólios em direção a ativos reais.

A tabela 2 ilustra esta tese.

Tabela 2 – Retornos comparados, por setores, em US\$, do IBOVESPA e S&P 500
20-nov-2008 a 27-fev- 2009

Setor	Retorno Ibovespa (em USD)	Peso do setor no Ibovespa	Retorno X Peso	Retorno S&P	Peso do setor no S&P	Retorno X Peso	Diferença de retorno por setor
Consumer Discretionary	18,6%	4,6%	0,9%	7,3%	7,7%	0,6%	0,3%
Consumer Staples	1,3%	8,6%	0,1%	-6,2%	14,0%	-0,9%	1,0%
Energy	68,7%	15,4%	10,6%	0,9%	13,7%	0,1%	10,4%
Financials	21,1%	18,6%	3,9%	-19,2%	11,3%	-2,2%	6,1%
Industrials	9,7%	5,0%	0,5%	-13,5%	10,9%	-1,5%	2,0%
Information Technology	15,2%	1,2%	0,2%	8,3%	15,7%	1,3%	-1,1%
Health Care		0,0%	0,0%	1,5%	15,0%	0,2%	-0,2%
Materials	33,2%	25,7%	8,5%	3,8%	2,9%	0,1%	8,4%
Real Estate	36,1%	1,4%	0,5%		0,0%	0,0%	0,5%
Telecommunication Services	23,8%	7,0%	1,7%	5,8%	3,7%	0,2%	1,5%
Utilities	1,5%	12,4%	0,2%	-4,1%	4,4%	-0,2%	0,4%
Total	27,0%		27,0%	-2,3%		-2,3%	29,3%

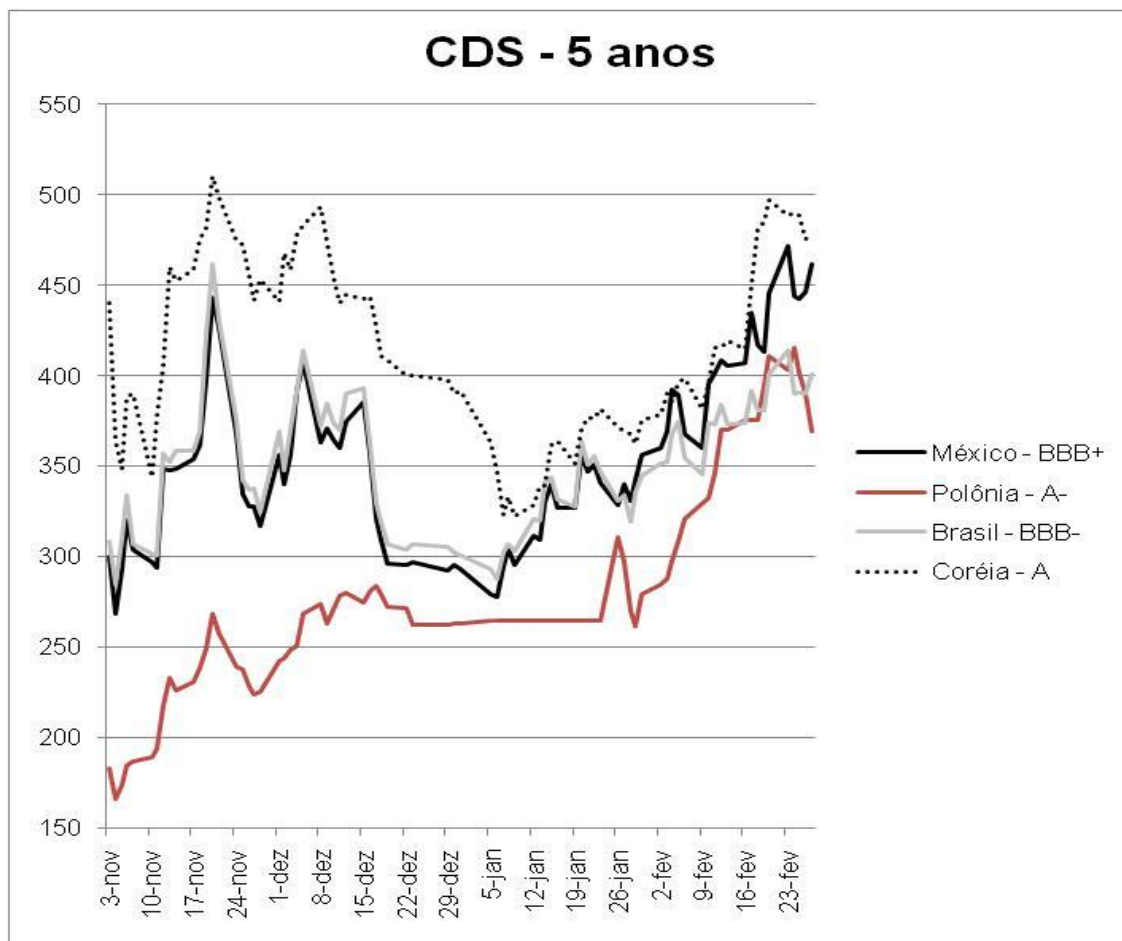
Julgamos que a taxa de câmbio não apresenta grande assimetria de risco retorno. Se tivéssemos que escolher um lado, carregariamos uma posição comprada em reais: o déficit em conta corrente terá financiamento folgado, não há crise cambial nos próximos anos, os ativos referenciados em reais são relativamente mais escassos e a taxa de juros doméstica é totalmente inconsistente com a qualidade do crédito brasileiro.

Queremos destacar o descolamento da taxa de juros doméstica em face de uma nova onda de deterioração da situação financeira internacional. Em outubro de 2008, a bolsa norteamericana entrou em colapso, fortemente influenciada pela liquidação de posições no setor financeiro. No Brasil e na esteira do pânico, a taxa de juros nominal elevou-se de 14 % para 18 % a.a e os títulos indexados à inflação passaram de 9 % a.a. para 11 % a.a..

Em fevereiro, contudo, as taxas de juros domésticas declinaram, mesmo com uma nova onda de pânico nos mercados internacionais.

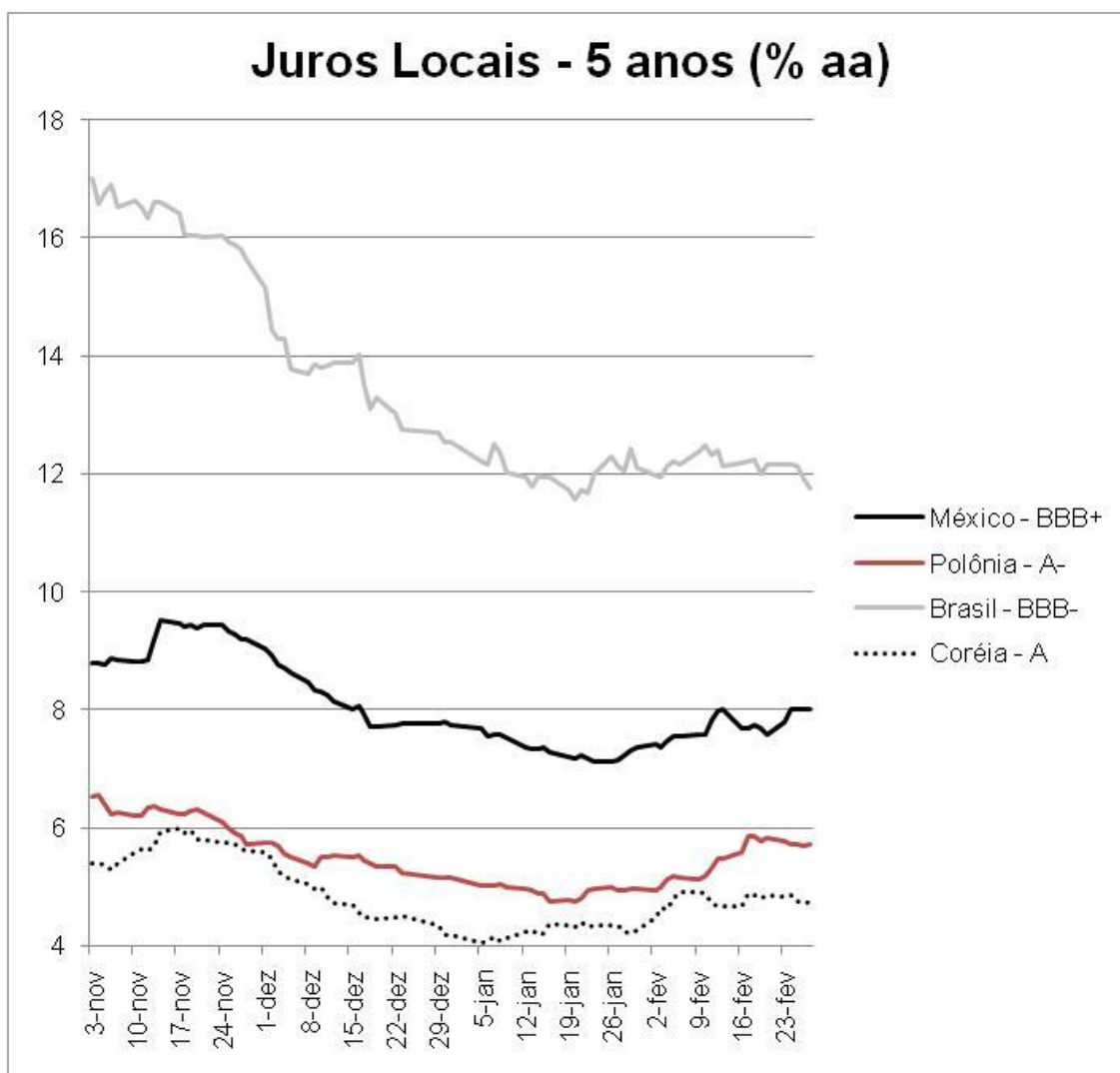
Este descolamento tem raízes robustas. O crédito soberano brasileiro é bom em termos absolutos e mais ainda se comparado ao padrão internacional. A capacidade de pagamento do Tesouro Nacional situa-se entre as melhores do mundo enquanto seu custo em moeda local – nominal ou indexado à inflação - está entre os mais altos do mundo.

O gráfico 1 mostra que os spreads de crédito do Brasil em moeda estrangeira “reconhecem” esta situação. A teoria predominante para explicar este fenômeno é uma combinação da relativa escassez de dívida externa brasileira com uma dificuldade de tomar passivos em reais, que tornaria difícil a arbitragem por parte dos mesmos investidores que arbitram a curva brasileira em dólares.



Curiosamente, a curva em moeda local segue muito desorbitada. Acreditamos que a escassez relativa também ocorrerá em relação à dívida doméstica. Quantos países manterão estável a relação dívida / PIB nos próximos anos? Que aconteceria se a taxa SELIC declinasse de maneira a tornar positivo o custo de carregamento da dívida indexada? Como explicar que a capacidade de pagamento do Brasil em reais demanda um prêmio superior ao serviço da dívida externa?

O gráfico 2 mostra o spread, em moeda local, para a mesma amostra de países. Acreditamos que os argumentos de inflação rígida, da indexação remanescente, da ausência de reformas microeconômicas, fragilidade institucional, risco de desvalorização cambial descontínua e outros do mesmo tipo a explicar a jabolicaba do diferencial de juros acabarão derrotados pelo fluxo de arbitadores estrangeiros e por uma onda compradora de institucionais locais, sobretudo na dívida indexada à inflação.



Av. Brigadeiro Faria Lima, 3311 - 8º andar São Paulo - SP - Brasil Tel: +55 11 3513-3100

Fundos de Investimento não contam com a garantia do Administrador do Fundo, do Gestor da Carteira, de qualquer mecanismo de seguro, ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento do Fundo de Investimento ao aplicar seus recursos. Este fundo utiliza estratégias com derivativos como parte integrante da sua política de investimentos. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas.