

Melhora nos mercados, baixa assimetria de risco retorno e descolamento

Acreditamos que março marcará uma inflexão nos preços dos mercados. Interpretamos que as más notícias no setor financeiro e na atividade econômica – temos pouca dúvida que os eventos e indicadores seguirão negativos por um largo período - já estão substancialmente incorporados nos preços dos principais ativos. Ademais, a intervenção em larga escala dos bancos centrais e dos tesouros cria uma sustentação importante e torna as posições vendidas – pessimistas em geral – muito arriscadas.

A pergunta passa a ser em quais circunstâncias e patamar de preços parece conveniente ter posições comparadas / otimistas.

Não temos uma conclusão clara.

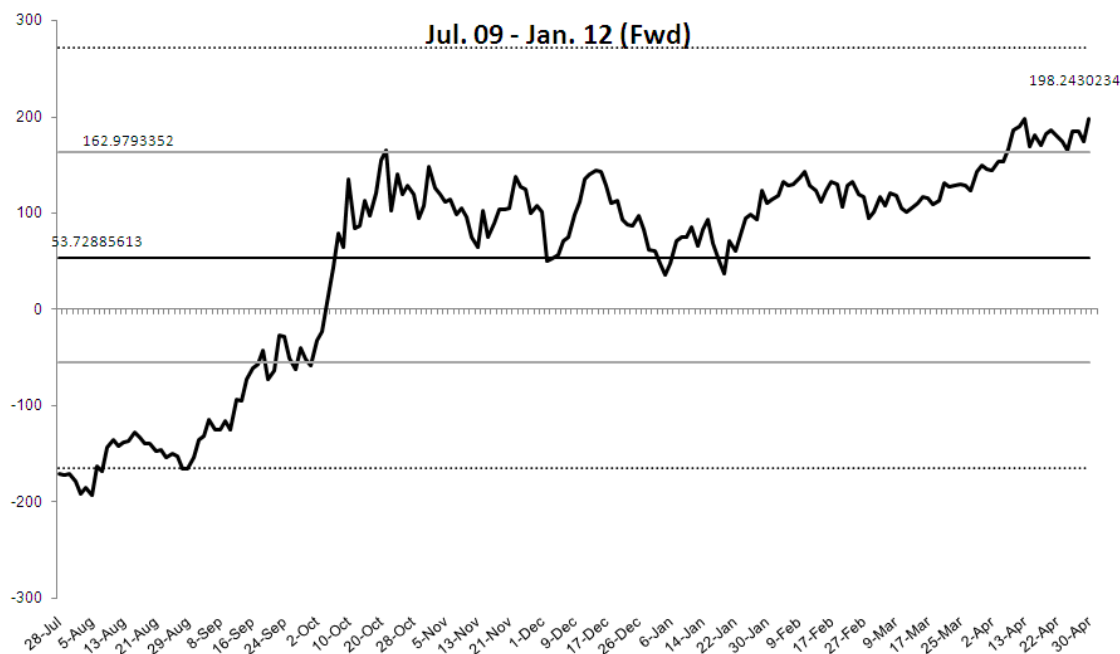
É possível que as bolsas façam uma correção de 20 – 25 % que é característica de mercados baixistas. Neste caso, podemos ver o S&P ao redor de 900 pontos. A partir daí, a história é menos clara. Acreditamos que os *earnings* devem situar-se próximos de U\$ 55 dólares, que indicaria um múltiplo de 16 vezes, que não é barato, ainda mais se levamos em conta que a taxa de juros de longo prazo será mais alta nos próximos anos que o patamar observado hoje.

Da mesma maneira, o dólar parece ter encontrado um intervalo de negociação entre 80 e 85 no TWI que resume o mal estar sincronizado das moedas das economias centrais: taxas de juros muito baixas, atividade econômica reduzida, bancos centrais atuantes. Neste cenário, é provável que as moedas commodity sejam as únicas vencedoras e as moedas centrais não tenham uma tendência definida.

Finalmente, acreditamos que o principal risco do mercado é uma deterioração no financiamento da dívida pública norte-americana. Ainda que remoto este risco é arrasador.

As taxas de juros de curto prazo não podem cair mais e a resposta dos mercados é inclinar de maneira importante a estrutura a termo da taxa de juros. Esta inclinação indica baixa disposição de carregar a dívida pública norte-americana no patamar de preços de dezembro de 2008, mesmo com a insistente afirmação que os bancos centrais comprarão de maneira agressiva os títulos longos, de maneira a permitir que a taxa de juros das hipotecas permaneça abaixo de 5 % a.a. Ademais, a inclinação generalizou-se, como pode observar-se no gráfico 1.

Gráfico 1 – Inclinação da estrutura a termo da taxa de juros



Temos ponderado este risco para não assumir posições mais otimistas. É possível que estejamos confundindo moinhos de vento com monstros. O caso otimista é claro: os bancos centrais vão restaurar a confiança, os spreads de crédito vão estreitar, as políticas anticíclicas impedirão uma espiral deflacionária, a manutenção de juros nominais baixos levará à recomposição dos balanços de empresas e famílias, a capacidade ociosa garantirá que o risco inflacionário é inexistente. O caso pessimista é muito menos evidente pois baseia-se em duas hipóteses algo abstratas: baixa margem de segurança e desconfiança nos Bancos Centrais e Tesouros. Nossa analogia é que as economias centrais são como um campo minado e qualquer besteira terá conseqüências funestas. Mais, acreditamos que o capitão (seja ele Bernanke, King ou Trichet) que tenta atravessar o campo minado não sabe ler o mapa e foi treinado em uma planície que pouco tem a ver com a selva tropical onde de fato a batalha está sendo travada.

Mantemos nosso otimismo relativo com o Brasil.

Acreditamos que a bolsa brasileira fará uma correção muito mais importante que aquela das economias centrais, mesmo que o mercado não entre em uma tendência de alta sustentada. O Brasil terá algum crescimento nos próximos anos, as taxas de juros vão cair, a poupança financeira tem baixa alocação para ações, as commodities são excelente proteção na hipótese de uma nova rodada de crise nas economias centrais. A questão crucial é se o patamar de preços é atrativo. Acreditamos que o mercado pode alcançar 46 mil pontos, para um múltiplo perto de 14 vezes.

O fortalecimento do real parece apresentar certa assimetria e tivemos ao longo de março posições vendidas em dólar.

Seguimos com nossa tese que a taxa de juros das NTNBs apresenta extraordinário risco retorno: não tem sentido o Tesouro pagar 650 bps sobre a inflação doméstica em comparação com os 300 bps da dívida externa.

Temos também uma posição pequena na inclinação positiva da estrutura a termo da taxa de juros, sobretudo por considerar que este é um tema global e que dificilmente o Brasil conseguirá evitar uma inclinação perto de 75 bps por ano.