

### Informações contraditórias e continuidade do descolamento

Os mercados deram mensagens contraditórias em abril. De um lado, bolsas recuperando preços. De outro, taxa de juros nominais nas economias centrais piorando substancialmente.

Seguramente, o tom central foi dado pela extraordinária melhora nas bolsas.

O desempenho dos mercados de ações em abril parece confirmar as 2 tendências dominantes: recuperação em relação ao patamar mínimo observado em novembro de 2008 e confirmado em março de 2009 e descolamento de um grupo de países e setores, com aumento da dispersão de retornos.

A tabela 1 ilustra este movimento por diferentes geografias e a tabela 2 pelos distintos setores.

Nossa leitura é que parte importante da recuperação já foi realizada e que no atual patamar de preços há pouca assimetria de risco/retorno, sobretudo nas economias centrais.

**Tabela 1: Performance do Mercado Acionário Global (20-nov-08 à 30-abr-09)**

Commodities	Current Act deficit	G7	Europe strong	Europe Weak	Asia
Brazil 71,1%	Turkey 59,3%	Canada 30,1%	Norway 49,2%	Austria 25,3%	South Korea 65,1%
Norway 49,2%	South Africa 44,9%	Germany 18,8%	Sweden 33,1%	Portugal 22,1%	Taiwan 47,7%
Russia 39,5%	India 35,0%	US 16,0%	Austria 25,3%	Spain 18,9%	China 36,0%
Australia 33,2%	Australia 33,2%	France 11,4%	Germany 18,8%	Greece 18,8%	India 35,0%
Canada 30,1%	Portugal 22,1%	UK 9,2%	Finland 12,9%	UK 9,2%	Hong Kong 26,2%
	Spain 18,9%	Japan 5,5%	France 11,4%	Italy 5,3%	Singapore 23,1%
	Greece 18,8%	Italy 5,3%	Netherlands 11,1%		Malasya 16,8%
	Mexico 17,5%		Belgium 10,3%		Japan 5,5%
	Poland 5,7%				
	Italy 5,3%				

A continuidade da recuperação está centrada na idéia que os Bancos Centrais e os Tesouros estão restaurando a “confiança”. Primeiro, os bancos já não representam risco. Segundo, taxas de juros nominais muito baixas permitirão uma lenta recomposição dos balanços das empresas e famílias. Terceiro, uma tese quase envergonhada que o mundo ia muito bem e que o patamar de preços de novembro/março era produto de uma besteira do Tesouro americano ao permitir a quebra da Lehman. Finalmente, a queda dos spreads de riscos (TED, ABX, Itraxx, VIX) indicariam uma volta a um mundo mais normal.

Nossa convicção é muito diversa. Os Bancos Centrais e os Tesouros estão na gênese da crise. Sancionaram e são parte constitutiva de um período de preços irrealistas. A elevação dos bancos centrais a um patamar mitológico – garantidores da estabilidade de preços e proteção contra as crises – não mudou a natureza essencialmente cíclica do capitalismo. Esta crise é ampliada por uma mudança no eixo de acumulação para as economias asiáticas e certo declínio demográfico nas economias centrais.

A resposta de expandir seus balanços mudou a natureza do problema, mas não resolveu a questão crucial: parte substancial dos resultados que davam sustentação ao patamar de preços pré-crise são produto da alavancagem e neste sentido artificiais. Em nossa análise, não haverá truque – sob a forma de juros nominais baixos, garantias explícitas, compra de ativos duvidosos – que permitirá uma volta “aos bons tempos” de maneira sustentada. Ao contrário, subiu substancialmente o risco – ainda remoto – de uma ruptura na moeda reserva.

**Tabela 2: Performance Setorial Global (20-nov-08 à 30-abr-09)**

Industry	Region Industry Price Performance								
	Global	US	Europe	Japan	Canada	Australia	Asia	Latin America	Brazil
Consumer Discretionary	32,27%	-35,52%	20,66%	26,70%	16,66%	41,01%	77,91%	31,17%	111,82%
Consumer Staples	0,61%	-53,30%	-0,11%	-17,02%	11,07%	38,76%	22,94%	23,99%	40,55%
Energy	15,60%	-66,36%	10,00%	36,11%	43,64%	43,81%	50,61%	104,65%	107,45%
Financials	20,58%	-14,93%	20,55%	8,76%	27,20%	18,34%	37,27%	67,79%	83,02%
Health Care	1,92%	-54,02%	-5,75%	-16,30%	23,48%	20,36%	0,00%	0,00%	0,00%
Industrials	15,93%	-46,91%	31,40%	7,39%	25,29%	7,15%	45,46%	23,87%	33,59%
Information Technology	34,16%	-19,17%	22,55%	13,48%	62,83%	0,00%	64,12%	0,00%	42,65%
Materials	42,77%	-73,58%	40,13%	20,90%	56,94%	63,78%	30,78%	77,45%	74,66%
Telecommunication Services	3,74%	-64,47%	-1,76%	-5,90%	-12,40%	5,37%	5,37%	15,94%	45,36%
Utilities	-4,68%	-73,93%	-5,20%	-21,50%	-0,05%	25,90%	13,60%	17,27%	23,80%
Total	-2,87%	16,00%	11,40%	5,47%	30,08%	33,17%	37,38%	50,23%	71,13%

Esta desconfiança parece muito remota e pouco provável. Contudo, seu efeito é arrasador. Sua manifestação mais direta é uma piora no preço da dívida pública americana e uma deterioração do dólar. No caso do dólar, parece valer a tese que as moedas concorrentes – euro, iene, franco suíço - encontram-se em situação similar. Ao mesmo tempo, acredita-se que as moedas melhores (países commodities, países pouco alavancados, países com perspectiva de crescimento) não tem as condições institucionais e profundidade de mercado que permitissem uma realocação importante dos portfólios. No caso da dívida pública, estamos assistindo a um crescente mal estar com a parte longa da curva. Os compradores não voluntários (as carteiras de ALM dos bancos norte-americanos, bafejadas por um spread de 300 bps no carregamento do 10 anos e o próprio FED imbuído do propósito concretizar o *quantitative easing*) parecem ser insuficientes para manter o *yield* baixo de 3 % a.a.. Esta informação é dramática: se a levássemos integralmente a sério, indicaria que mesmo com uma fúria compradora das mãos fortes de última instância, a rentabilidade dos títulos de 10 anos teima em subir....

Este viés menos otimista e uma percepção de baixa assimetria de risco retorno fizeram com que aproveitássemos de maneira muito tímida a melhora da bolsa no Brasil e a valorização do real.

No caso da Bolsa, tínhamos uma pequena posição relativa vendida no S&P e comprada no IBOVESPA. Nossa convicção relativa é mais sólida que nossa confiança na bolsa brasileira para preços acima de 46 mil pontos.

Nossas posições em câmbio tinham um viés de valorização do real, mas foram táticas e de curto prazo.

Em juros, mantivemos uma posição comprada nas NTNbs e tentamos capturar um aumento da inclinação na estrutura a termo da taxa de juros.

---

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