

As posições do PGBL em junho estavam construídas com base em 2 idéias centrais:

- 1) O balanço de riscos no mercado acionário pendia para uma depreciação do IBOVESPA. Como observado em nossa carta mensal de maio/08, julgamos que o grau de investimento obtido pelo Brasil em maio simboliza antes o esgotamento de um ciclo que o início de uma fase de nova valorização dos ativos. O cenário global está muito mais desfavorável ao mercado de ações, em decorrência da forte desalavancagem ainda em curso nas economias centrais. Há um significativo risco de desaceleração nos EUA e na Europa que leve a uma redução na margem do crescimento nas economias emergentes. Há uma deterioração do crédito, que obviamente eleva o prêmio exigido para carregar a fração mais subordinada da estrutura de capital, cuja valorização requer que as empresas tenham um retorno que lhes permita rolar suas dívidas, distribuir dividendos e indicar retorno crescente sobre o capital. Esta ampliação do prêmio de risco, que levou à uma desvalorização média de 25 % no preço das ações no mundo desde o topo em 9 de outubro acabará por afetar o mercado brasileiro. A nosso juízo, o patamar de preços da Bolsa brasileira não está levando em conta este aumento do prêmio de risco, ainda ampliado pela elevação local da taxa de juros nominal. Finalmente, a bolsa brasileira depende de commodities e é razoável admitir que o mesmo movimento de desalavancagem que manifestou-se no setor financeiro possa provocar uma reversão na tendência de preços das commodities, com forte impacto sobre as empresas líderes da bolsa brasileira. Cremos que a margem de segurança é baixa, em um mundo que tornou-se muito arriscado;
- 2) Acreditamos que a posição indexada ao IPCA apresenta as características adequadas a investimentos de longo prazo. A rentabilidade real situa-se ao redor de 9% a.a. . Neste nível, o valor dos ativos está protegido contra uma aceleração da inflação que o Banco Central julgue ser de custos e /ou exógena. A posição também será rentável se o Banco Central adotar uma terapia gradualista. Em 2008, por exemplo, é provável que a taxa SELIC média situe-se ao redor de 13 % a.a. para um a variação do IPCA próxima de 7%, indicando um ganho real para o carregamento das NTN-Bs superior a 200 bps. Em 2009, esta posição apresentará bom retorno se a SELIC média não superar 14,5%. O risco é uma elevação abrupta e duradoura da taxa SELIC, que torne o carregamento negativo por muito tempo e, sendo eficaz, derrube a inflação para patamares baixos rapidamente. Acreditamos que o cenário gradualista irá prevalecer sobre o choque de juros. Mesmo assim, julgamos que o cenário adverso não implicará perdas elevadas para a posição, apresentando boa assimetria de risco retorno.

No atual patamar de preços, julgamos correta uma exposição conservadora: posição em ações e nas NTN-Bs menor que o benchmark, mantendo-se ao redor de 35% da carteira indexados à SELIC.