

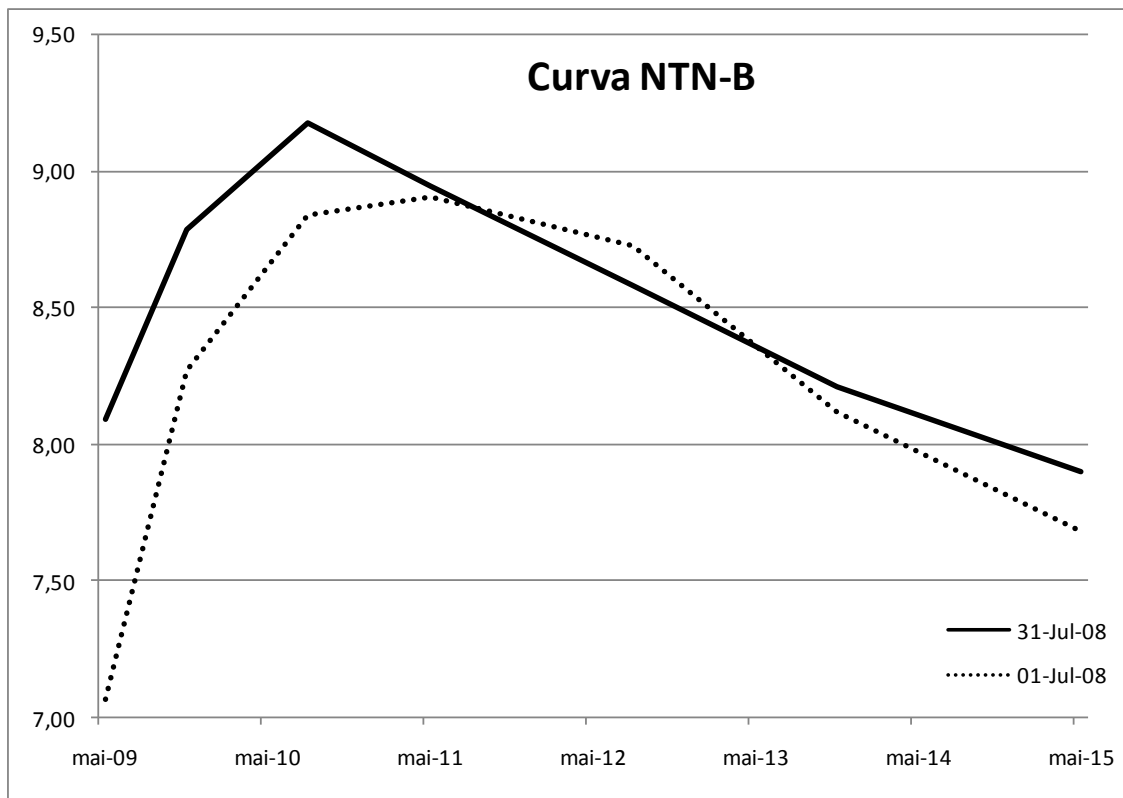
Em princípio, o PGBl deve ter 80% de seu patrimônio aplicado em Notas do Tesouro Nacional indexadas à inflação e 20 % investido em bolsa. Ao longo dos anos, acreditamos que esta alocação produzirá retorno substancialmente maior que a variação acumulada do CDI, que é a medida usual de ativo livre de risco.

Em julho, o PGBl tinha participações inferiores à alocação padrão nos dois ativos.

No caso das NTN's, a posição sub-alocada é tática e de curto prazo. É possível que a elevação da SELIC nos próximos meses seja acompanhada de um declínio acentuado no IPCA. Este movimento poderia levar a um aumento temporário do cupom corrente e por esta razão mantivemos uma posição mais prudente. Nos próximos meses, a alocação em títulos indexados à inflação pode se aproximar dos 80% e provavelmente o prazo médio da carteira – hoje ao redor de 2,5 anos - será ampliado.

O gráfico 1 mostra o comportamento das NTN's indexadas ao IPCA em julho. A elevação do cupom corrente, antecipando a alta da SELIC, faz dos títulos indexados à inflação o ativo brasileiro mais desarbitrado. Ultrapassada a crise da desalavancagem global, é provável que em um par de anos o Brasil ingresse na 3ª fase da “convergência”, e tenhamos uma redução substancial deste cupom.

Gráfico 1



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.

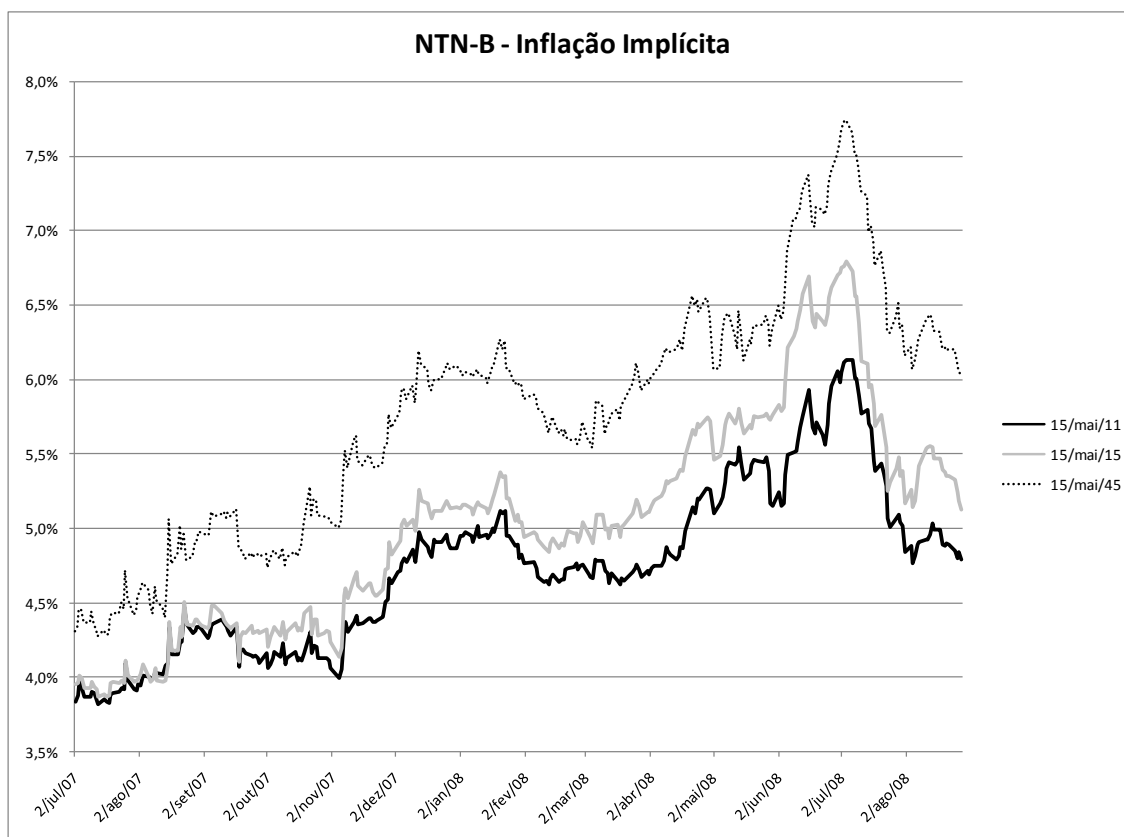
Há várias maneiras, não excludentes, de medir a atratividade dos títulos indexados à inflação.

Primeiro, como qualidade de “crédito”. A médio prazo o retorno das NTNs deveria refletir a capacidade de pagamento do Tesouro Nacional. Neste aspecto, a remuneração das NTNs parece exagerada. A situação fiscal brasileira não é brilhante, mas há relativo controle nas principais rubricas de despesa e receita. A relação dívida / PIB vem declinando; é possível vislumbrar o Tesouro Nacional retirando em termos absolutos dívida mobiliária nos próximos anos. Mas, mesmo considerando uma análise mais pessimista da capacidade de pagamento do Brasil pelos motivos habituais – fragmentação de interesses no Congresso Nacional, gastos previdenciários em aceleração, dificuldade de manter gastos correntes crescendo abaixo da variação do PIB, Judiciário leniente com demandas contrárias ao Tesouro, arrecadação próxima de 38% do PIB, entre outras – não decorre daí que o patamar de “equilíbrio” da taxa de juros real ex ante situe-se ao redor de 8,0% a.a. De fato, nos últimos anos, esta taxa declinou de 10,5% a.a. em 2002/03 para 6,0% a.a. no primeiro semestre de 2007, quando a convergência parecia inexorável e próxima.

Segundo, como preço relativo. Entre distintos riscos soberanos e ainda que a comparação não seja precisa, é curioso observar que enquanto a dívida soberana brasileira em moeda estrangeira negocia com um spread ao redor de 2,5% a.a. em relação ao Tesouro Americano, a dívida soberana brasileira indexada apresenta um spread ao redor de 7,0% a.a. em relação aos TIPS norte americanos. Esta diferença existe para muitos países: o Brasil paga 500 bps a mais que a Polônia, Chile ou Coréia para colocar sua dívida indexada em moeda local – na qual sua capacidade de pagamento é conceitualmente mais forte - enquanto a dívida brasileira em dólares apresenta prêmio inferior a 100 bps em relação aos mesmos países. Se pensarmos em risco Brasil seria possível financiar uma posição comprada em NTNs-B com uma posição vendida em “Globals”, resultando em um passivo indexado à variação cambial + 6,0% a.a. e um ativo a IPCA + 8,8% a.a.. Ao longo dos anos, é razoável esperar que a desvalorização cambial não supere a inflação (incremento dos salários médio real, fluxo para economias emergentes, valorização estrutural em termos reais por incorporação de produtividade, etc). Ademais, em um cenário extremo de incapacidade de pagamento, o Tesouro pode honrar antes sua dívida em reais que em moeda estrangeira.

Terceiro, como inflação implícita. As NTNs-B podem ser consideradas mais atrativas no movimento de convergência, onde as taxas de juros prefixadas incorporam um declínio substancial do custo de carregamento de curto prazo. Neste movimento, a inflação implícita situou-se em patamar inferior a 4% a.a., como ocorreu no 1º semestre de 2007, mostrado no Gráfico 2. Paradoxalmente, muitos participantes do mercado aumentam sua alocação em NTNs – B justamente quando o patamar de inflação implícita atinge um patamar ao redor de 4% a.a.

Gráfico 2



O argumento é que a experiência histórica e a natureza creditícia das economias capitalistas modernas ensinam que há assimetria de riscos no comportamento da inflação. Neste sentido, as NTN's deveriam exigir remuneração “menor” que títulos prefixados de prazo similar. De fato, a deterioração das expectativas atinge de maneira mais acentuada os títulos prefixados, como ocorreu no período abril – julho de 2008. Com raciocínio equivalente, quando a inflação implícita sobe para 6,0% a.a. (quase 7% a.a. em 4 de julho ) a arbitragem consistiria em investir nos títulos prefixados, que teriam um prêmio de risco mais que proporcional ao movimento de elevação da SELIC.

Em julho, mantivemos uma posição em bolsa inferior aos 20% do benchmark. Acreditamos que o patamar de preços da Bolsa brasileira sustentou-se entre 2003 e 2007 em larga medida pelo fluxo externo, na fraqueza do dólar e na continuidade do movimento de commodities. Nossa decisão é baseada em um cenário de possível “divergência” de fluxos, que buscaríamos oportunidades nos Estados Unidos, em vez de seguir aumentando sua

exposição a mercados emergentes. Registre-se que a bolsa brasileira demorou a ajustar-se comparada à China, Índia ou mesmo Rússia.

O grau de investimento em maio foi antes símbolo do esgotamento deste ciclo que início de uma nova fase. Adicione-se a esta reversão de fluxos o aperto monetário que eleva o custo de carregamento de uma carteira de ações para 20% a.a. (14,5% a.a. da taxa de juros do ativo livre de riscos + 5,5% a.a. de “equity premium”). A nosso juízo, os múltiplos brasileiros não parecem consistentes com este custo e tampouco a uma queda no preço das commodities.

Neste sentido, nossa decisão de voltar à alocação neutra de 20 % será em resposta a um patamar de preços mais atrativo e que já tenha incorporado a elevação da taxa de juros doméstica. Ainda assim, é provável que a carteira tenha um forte componente defensivo com participação mais que proporcional em bens de consumo, setor elétrico e papéis que se beneficiem de uma possível queda nos preços de commodities.