

Risco na posição de ações; oportunidade nas NTNBS

Acreditamos que os 20% em renda variável que o PGBL carrega representam um risco no curto prazo.

O processo de desalavancagem em curso na economia mundial é particularmente severo para a fração mais júnior da estrutura de capital: há liquidação forçada de ativos, há resgate de fundos mútuos de ações, subiu o custo de carregar *equity* em geral e o resultado das empresas está sob a ameaça de uma contração importante da atividade econômica.

Neste cenário, nosso objetivo foi construir uma posição defensiva em ações.

Nossa cobertura divide a Bolsa em 11 setores: *consumer discretionary; consumer staples; energy; financials; health care; industrials; information technology; materials; real estate; telecom; utilities*.

Em setembro, tínhamos uma ponderação maior que o IBOVESPA em staples, energy, industrials e IT; similar ao IBOVESPA em *materials*; inferior em *consumer discretionary, financials, telecom e utilities*.

Mostrou-se correto o menor peso em *discretionary, real estate* e incorreto o menor peso em *telecom e utilities*. Foi incorreto a maior peso em IT e *industrials*.

Revelou-se correta a escolha de ações dentro do setor em *staples e industrials* e incorreta a escolha de ações em *financials e utilities*.

Acreditamos que *consumer staples* é a melhor história defensiva, sobretudo para as empresas com baixo endividamento. O desempenho do setor (-16,8%) foi pior que o IBOVESPA (-10,2%) em razão de uma forte desvalorização de certas ações por história. Nossa escolha no setor revelou-se nas circunstâncias acertada, com desempenho de no mês de - 7,7%.

Nossa posição em *energy* é uma tentativa de capturar eventuais correções na tendência baixista, que deveria ser liderada por Petrobrás.

O maior peso em *industrials* e IT é consistente com uma análise que julga que a eventual defesa no mercado de ações estará mais vinculada ao gasto de investimento público e privado e muito menos ao gasto dos consumidores. Acreditamos que este é um tema global, que se manifestará no Brasil. Nossa escolha de ações buscava capturar o efeito positivo em uma eventual queda de preços do petróleo nas empresas do setor aéreo e o benefício de uma desvalorização do dólar em empresas exportadoras com custos em reais. Erramos na primeira escolha e acertamos na segunda, com impacto equilibrado no retorno do fundo. Em IT, tivemos uma má escolha no maior peso e na escolha específica das ações. Acreditamos que *consumer discretionary, financials e real estate* são o terreno mais perigoso para operar nos próximos meses. Aqui se manifestará de maneira mais dramática a desalavancagem, a contração do crédito, a queda no consumo das famílias, o aumento na inadimplência.

Não tínhamos em setembro posição em *discretionary e real estate*. Em *financials*, não ter uma participação material incrementaria excessivamente o Var em relação ao IBOVESPA. Nossa decisão foi

ter um peso menor e privilegiar os bancos públicos, parte de um tema geral que acreditamos acabará por expressar-se uma dominância do estatal sobre o privado.

A ausência de *telecom* na carteira reflete uma percepção que os temas de *telecom* são societários, ligados à consolidação e ao potencial prêmio que seria pago aos acionistas não controladores nestas operações. É um tema de grande complexidade, difícil de precificar e sobre o qual nossa convicção é baixa. Neste sentido, preferimos não ter *telecom* na carteira.

Nas posições de renda fixa, mantemos nossa convicção que as NTNBS representam uma extraordinária oportunidade de risco retorno.

No longo prazo, acreditamos que o Tesouro brasileiro é bom crédito, um dos poucos do mundo cujo endividamento está declinando e que portanto não têm sentido uma taxa de juros real superior a 9 % a.a..

No curto prazo, há 2 riscos na posição : a) um choque de juros (digamos para 18% a.a.) em resposta a uma desvalorização descontrolada da taxa de câmbio, que simultaneamente torne negativo o custo de carregar e mantenha a inflação corrente em um patamar baixo (digamos 5% a.a.). Atribuimos probabilidade muito baixa a esta hipótese; b) uma liquidação forçada de posições – de estrangeiros e de fundos locais enfrentando resgates – que não encontre compradores, que estariam reduzindo riscos e privilegiando liquidez. Neste cenário, que é factível, nosso risco pode ser mitigado por uma intervenção do Tesouro Nacional, realizando leilões de recompra.

No atual nível de rentabilidade (IPCA + 9,4 % a.a.), estimamos que o título renderá ao redor de 20 bps mensais de carregamento positivo nos próximos 6 meses e mantém o potencial de longo prazo, que pode manifestar-se quando for retomado o processo de convergência em 18 meses .