

Ainda risco nas ações e oportunidade nas NTNBS

A performance do PGBL atingiu (5,1%) em outubro, produto de uma queda de 3,8% na carteira de ações e uma queda de 1,3% na carteira de renda fixa.

Mantivemos em outubro a alocação de 80% do PGBL em NTNBS. A deterioração generalizada dos mercados empurrou a rentabilidade das NTNBS para IPCA + 10,4% a.a.. Como havíamos observado na carta de setembro, acreditamos que tenha se manifestado uma liquidação forçada de posições, sobretudo de estrangeiros e de fundos locais enfrentando resgates.

Julgamos que a capacidade de pagamento do Tesouro Nacional é bastante boa. O Brasil está retirando dívida em um mundo que a relação dívida / PIB está crescendo de maneira quase descontrolada. Paradoxalmente, quem retira dívida paga IPCA + 10% a.a., enquanto os Estados Unidos que ampliaram a dívida pública em 70% do PIB estão pagando CPI + 1,5% a.a para prazo similar.

Seguimos considerando que o risco crítico desta posição - um choque de juros de 500bps em resposta a uma desvalorização descontrolada da taxa de câmbio – têm probabilidade baixa. Neste sentido, consideramos que a relação risco retorno é muito atrativa no médio prazo. No curto prazo, a persistência do IPCA em um patamar mensal próximo de 0,5% com uma rentabilidade de 10% a.a. e a manutenção da taxa SELIC em 13,75% a.a. tornará o carregamento das NTNBS positivo em 0,3% a.m..

A posição em ações é muito mais arriscada.

É possível que tenhamos movimentos de correção no curto prazo, com pressão compradora baseada na esperança que o mercado tenha caído excessivamente, e esteja longe dos fundamentos e muito barato. Esta esperança será acompanhada das “boas” notícias representadas pelas medidas salvadoras dos emprestadores de última instância.

Contudo, é possível que entremos em uma fase que tomará um par de anos onde o desempenho das ações perderá de maneira sistemática do retorno dos ativos de renda fixa, sobretudo dos bons créditos.

Assim, nossa principal tarefa é buscar uma gestão defensiva, sobretudo pela escolha de setores e ações menos sensíveis ao movimento de desalavancagem.

Acostumados que estamos ao hábito nacional de torcer pelos atacantes e pelo jogo aberto, causa estranheza a primeira vez que alguém assiste a um jogo da NBA. Quando o time da casa é atacado, o ginásio levanta-se e grita compassadamente: defense, defense, defense.

Um fundo de ações com mandato 100% comprado, e VaR diário de 2% com IBOVESPA de benchmark deve inspirar-se neste mote em um cenário de risco assimétrico no carregamento de uma carteira de ações.

Nossa estratégia de defesa baseava-se em: a) opinião fortemente negativa em *consumer discretionary* e *real estate*; b) algo negativa em *financials* e *utilities*, ainda que por motivos diferentes; c) relativamente neutra em

energy, industrials e materials; d) menos negativa em *consumer staples e information technology* e e) sem posição em *telecommunication services*.

Acreditamos que *consumer discretionary* sofrerá um forte ajuste de preços: seu 'valor' é baseado em premissas otimistas de crescimento e incorporação crescente de consumidores, com emprego formal recorde, financiados por crédito abundante, a prazo longo. Por conta deste cenário, tem múltiplos elevados e portanto baixa margem de segurança se premissas não se confirmarem. É exatamente o contrário do tema global: valorização de fluxos de caixa previsíveis, e mais estáveis, descontinuidade na função de crédito, que leva à preservação da liquidez mesmo com spreads elevados, perda do protagonismo do consumo, desalavancagem de empresas e famílias, redução de pontos de venda e de vendas por metro quadrado, aumento importante dos spreads de juros. Esta combinação levará, em nossa opinião, a resultados substancialmente diferentes do incorporado pelos preços no futuro próximo e a uma contração de múltiplos.

Nosso pessimismo em *real estate* tem origem semelhante. Nos últimos anos, assumiu-se que comprar terrenos – melhor ainda se para baixa renda – era equivalente a imprimir dinheiro, como se a atividade não tivesse riscos. A incorporação imobiliária é muito arriscada: opera com fluxo de caixa negativo, requer financiamento abundante, longo e barato, as margens não são brilhantes, os custos de terreno, comercialização e edificação são pró cíclicos, a barreira à entrada é baixa, os episódios de super produção são recorrentes. Não é à toa que poucas companhias do setor no mundo sobrevivem no longo prazo. Na fase expansionista do ciclo a combinação de alavancagem abundante e a custo baixo – os bancos emprestam dinheiro para incorporadores com colateral há pelo menos 2 séculos e sempre repetem o mesmo “erro” - com economia forte induz à superprodução de metragem, construídas a custo certamente mais elevado que o projetado. Nesta hora, é provável que a economia esteja crescendo acima do potencial, a qualidade marginal do crédito deteriorando-se e uma combinação de choque de juros com restrição quantitativa de financiamento provoque forte ajuste no fluxo de caixa esperado das empresas de *real estate*. Evidente que esta análise não se aplica indiscriminadamente a todas as empresas e impacta menos ao sub setor de “property” que têm um ciclo de amplitude menos acentuado. Mas a existência de empresas mais prudentes ou o caráter mais defensivo dos shopping centers e edifícios comerciais não altera a natureza do setor.

Também temos dúvida se o declínio das cotações poderia criar a imperdível oportunidade de comprar empresas por menos do que elas valeriam em uma eventual liquidação. Como todos sabem, o valor intrínseco de um terreno é um conceito difícil, pois o valor do terreno depende de sua capacidade de gerar renda. Da mesma maneira, não é óbvio avaliar o valor de mercado de uma carteira de recebíveis exatamente quando a preferência por liquidez é extrema. E é muito diferente se o fluxo de caixa positivo ocorrer em 12 meses ou se demorar 48 meses, sobretudo em um ambiente onde o Tesouro Nacional paga taxa de juros real ex ante superior a 9% a.a. e os spreads de crédito sobre este piso são e serão por um bom período substancialmente mais elevados que os vigentes em 2007.

Temos também opinião negativa sobre *financials*. Acreditamos que o ROE das instituições financeiras brasileiras vai situar-se próximo a 15%, em virtude de uma expansão menor dos balanços, da deterioração da margem de

intermediação e do custo de crédito. Ademais, é nossa convicção que os fatores favoráveis que explicaram o incremento de múltiplos nos últimos anos - índice de eficiência melhor por efeito de escala, melhora substancial no índice de recorrência, ganhos extraordinários de Tesouraria, alienação de ativos contabilizados muito abaixo de seu valor de mercado - não se repetirão nos próximos anos. Finalmente, os bancos brasileiros apresentam múltiplos acima dos concorrentes nas economias centrais. A hipótese que a solidez dos bancos brasileiros explica este diferencial pode estar ancorada no passado. A pergunta crucial, olhando para o futuro, é saber se o preço dos bancos norte americanos e europeus já não incorpora a fragilidade dos balanços e a diluição dos atuais acionistas. Se afirmativa a resposta, é evidente que o custo de oportunidade substancialmente menor poderia levar os eventuais caçadores de barganha - se eles ainda sobreviveram - a uma realocação de risco em direção às instituições financeiras das economias centrais.

No caso de *utilities*, nossa opinião era que o potencial defensivo das *utilities* já havia sido largamente antecipado.

Consideramos que *consumer staples* e em menor escala *information technology* cumpriram um papel defensivo na carteira. Porque menos sensível ao declínio da atividade econômica, com múltiplos mais baixos e resultados muito mais previsíveis, as empresas de *consumer staples* com baixa alavancagem são a melhor alternativa de defesa. A alocação mais que proporcional em empresas de IT representa uma convicção que o gasto das empresas em tecnologia será mantido, mesmo com retração da atividade econômica.

Não temos posição em *telecommunication services*. A dinâmica do setor será dada por possíveis reorganizações societárias, de previsibilidade muito difícil. Parece-nos que o tema principal é a possibilidade de a Telefónica adquirir os ativos da Telecom Itália no Brasil, vendendo sua participação na Vivo para a Portugal Telecom. Este movimento ajudaria a reduzir o astronômico endividamento da Telecom Itália. Ao mesmo tempo, resolveria as notórias dificuldades de gestão compartilhada na Vivo, constituindo uma plataforma extraordinária para a Telefónica e permitindo à Portugal Telecom o controle exclusivo da Vivo. A primeira dificuldade da operação é convencer a Telecom Itália que seus ativos no Brasil - que constituem a única fonte crível de crescimento da empresa - devem ser vendidos para aliviar o passivo financeiro. É uma situação onde a boa notícia para os credores pode ser má notícia para os acionistas. Segundo, não é óbvio que a PT consiga levantar, na presente situação de escassez de crédito, o dinheiro para comprar as ONs da Telefónica na Vivo, com um prêmio substancial e para realizar a oferta aos acionistas minoritários, mesmo com um prêmio muito menor. Neste sentido, mesmo que a operação pudesse ser realizada parece-nos difícil prever, com boa margem de segurança, o impacto da oferta da PT nas PNs da Vivo.