

## **Aceleração na tendência de queda da taxa de juros**

O PGBL beneficiou-se em dezembro da melhora na rentabilidade da dívida indexada e na recuperação do mercado de ações.

É nossa convicção que a taxa de juros real no Brasil está em trajetória de queda consistente. Ainda que pareça paradoxal, acreditamos que a taxa de juros das NTNBS será menor nos próximos meses que àquelas vigentes em maio de 2007 – ao redor de 6,5% a.a. – quando havia grande otimismo e era dominante a idéia da “convergência” das taxas de juros brasileiras com o padrão internacional.

Há uma queda importante na rentabilidade dos ativos indexados em todo o mundo, em resposta a um custo de carregamento muito menor. Ademais, parece pouco provável um choque de juros nominal no curto prazo, o que torna ainda mais atrativo carregar ativos indexados dados a assimetria esperada no comportamento dos preços ao longo do tempo. Em outros termos, acreditamos que, nesta conjuntura o pay out esperado do risco inflacionário é muito superior ao risco deflacionário. Portanto os tomadores de risco tenderão a comprar proteção contra a aceleração inflacionária, sobretudo em um momento onde os Bancos Centrais e a opinião pública parecem estar convencidos que o mundo caminha para uma fase deflacionária.

No caso brasileiro, acreditamos que as NTNBS devem beneficiar-se simultaneamente de uma redução importante do custo de dinheiro de um dia e de uma inflação mais rígida para baixo, sobretudo pela forte presença de preços administrados e de non tradables.

Se os preços pudessem manifestar-se no mercado, consideramos que a taxa de juros real deveria apresentar uma curva inclinada, pagando ao redor de 4% a.a. para o dinheiro de um dia e uma inclinação de 50 bps a cada 12 meses.

Consideramos o crédito soberano do Brasil um dos melhores do mundo. Ainda que em termos absolutos a situação fiscal brasileira possa piorar na margem nos próximos meses, o crédito brasileiro vai melhorar em termos relativos.

Não faz o menor sentido a República pagar taxas de juros reais superiores a 7% a.a., ou 580 bps acima do que paga o Tesouro norteamericano em títulos indexados. Em dólares, por exemplo, a República paga para prazos similares 300 bps sobre o Tesouro norteamericano. Parece-nos evidente que a capacidade de pagamento do Brasil em reais é muito superior que em dólares e portanto o spread de risco deveria ser menor que aquele vigente no mercado internacional.

Em Dezembro de 2008, não mudamos nossas expectativas em relação ao cenário macroeconômico e mantivemos as posições da carteira. Aumentamos a alocação em *Utilities*, aproximando-nos de uma alocação neutra. Continuamos sem posição em *Consumer Discretionary*, *Real Estate* e *Telecom*. São setores fortemente dependentes de crédito, tanto para consumo como para financiamento de *infraestrutura* e expansão de capacidade, que devem sofrer no processo de desalavancagem e retração de atividade econômica.

Algumas opiniões foram confirmadas. A decisão mostrou-se bastante acertada em *Telecom* e também em *Consumer Discretionary*, mas provou-se errada em *Real Estate*, setor que, juntamente com *Energy*, mostrou o melhor desempenho no mês de Dezembro. Por outro lado, setores defensivos não tiveram boa *performance* no mês, e por

isso a alocação setorial teve contribuição negativa para a carteira, principalmente pelo fraco desempenho de *Consumer Staples*, além de IT e *Utilities*.

Continuamos com participações expressivas e próximas ao Índice em *Energy* e *Materials*, e em papéis de maior liquidez em todos os setores, pois acreditamos que uma possível recuperação será liderada por ações de maior liquidez. Mantivemos ponderações superiores ao Ibovespa em IT e *Consumer Staples*, por suas características defensivas, e *Industrials*, por acreditarmos que há papéis com bons fundamentos nesses setores e por ser um setor beneficiado por investimentos em infraestrutura, que acreditamos que deve se intensificar em 2009.

Apesar de termos sido penalizados pela alocação setorial, a seleção de ações mostrou-se bastante favorável no mês, e alguns setores no *Wisting* mostraram um descolamento grande em relação ao Ibovespa, como *Industrials*, *Materials* e *Utilities*. A seleção de ações foi desfavorável em *Consumer Staples*, tendo sido neutra em *Energy* e IT (como *Energy* é composto apenas de Petrobras, a seleção de ações no setor será sempre neutra).

Tabela 3

Atribuição da performance do Wisting - Dezembro 08								
Setor	Composição		Retorno Setorial		Alocação Setorial	Seleção de Ações	Interação	Total I + II + III
	Wisting (w)	Ibovespa (W)	Wisting (r)	Ibovespa (b)	(w-W)*(b-Ibov)	W*(r-b)	(w-W)*(r-b)	
					I	II	III	
Consumer Discretionary	0,00%	4,4%	0,00%	1,24%	0,06%	n.a.	n.a.	0,06%
Consumer Staples	17,82%	7,7%	-9,85%	-5,56%	-0,83%	-0,33%	-0,44%	-1,59%
Energy	16,96%	15,8%	18,16%	18,20%	0,17%	-0,01%	0,00%	0,17%
Financials	12,07%	21,5%	1,41%	0,77%	0,17%	0,14%	-0,06%	0,25%
Industrials	10,34%	4,9%	14,38%	2,68%	0,00%	0,57%	0,64%	1,21%
Information Technology	6,27%	1,2%	-3,54%	-3,11%	-0,29%	-0,01%	-0,02%	-0,32%
Materials	25,05%	24,8%	5,16%	2,35%	0,00%	0,70%	0,01%	0,70%
Real Estate	0,00%	1,6%	0,00%	16,76%	-0,23%	n.a.	n.a.	-0,23%
Telecommunication Services	0,00%	7,4%	0,00%	-7,13%	0,72%	n.a.	n.a.	0,72%
Utilities	11,49%	10,7%	-0,86%	-4,54%	-0,06%	0,39%	0,03%	0,36%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>3,95%</b>	<b>2,61%</b>	<b>-0,27%</b>	<b>1,46%</b>	<b>0,16%</b>	<b>1,35%</b>

A tabela 3 procura resumir a performance do Wisting em 2 dimensões, sempre tomando o IBOVESPA como benchmark. A primeira dimensão – top down - captura a performance que pode ser associada à escolha setorial. A segunda dimensão –bottom up– captura a performance devida à seleção de ações dentro setor.

A tabela mostra os retornos dos distintos setores no IBOVESPA (coluna b) e no Wisting (coluna r) e o desempenho total de ambas carteiras. Indica também os pesos setoriais no Ibovespa (W) e no Wisting (w). A coluna alocação setorial resume a diferença de retornos que pode ser atribuída à decisão de ponderar o Wisting de maneira distinta do IBOVESPA. A coluna alocação setorial mostra uma performance no Wisting de 27 bps inferior ao IBOVESPA. Acertada a decisão de continuarmos sem posição em Telecom, mas equivocada a ausência de alocação em *Real Estate*. Foi acertada a decisão de alocação em *Financials* menor do que àquela do Ibovespa.

A coluna seleção de ações apresenta o impacto da escolha específica de ações dentro de cada setor na performance do Wisting. Indica que a escolha específica dentro de cada setor teve um impacto positivo de 143 bps no desempenho do Wisting. Nosso “stock picking “ mostrou-se acertado em *Materials*, *Utilities*, *Financials* e *Industrials*, neutro em *Energy* e IT e equivocado em *Consumer Staples*.

Finalmente, a coluna interação registra de que maneira a alocação setorial incrementou ou amenizou o resultado atribuído à seleção de ações. Esta indica que a boa escolha específica em *Industrials* foi potencializada pelo maior peso setorial, enquanto o oposto ocorreu em *Consumer Staples* onde uma má escolha de papéis foi potenciada por um peso maior.

O excesso de retorno de 135 bps do Wisting em relação ao Ibovespa é explicado, então, por uma posição 27 bps menor do Wisting devido à alocação setorial, 146 bps maior devido à seleção de ações e um excesso de retorno de 16 bps devido à interação entre as duas decisões.