

O PGBL seguiu beneficiando-se em janeiro da queda da taxa de juros real e da recuperação do mercado de ações.

Acreditamos que a posição em NTN Bs apresenta uma relação risco retorno muito favorável. A opinião convencional atribui o patamar de juros real brasileiro a uma combinação de controle da demanda agregada em condições de capacidade doméstica limitada, que tornaria impossível controlar a inflação abaixo de uma taxa real neutra próxima de 9 % a.a. e razões de natureza institucional (política fiscal frouxa, histórico de relação dívida / PIB elevada, histórico de choque de juros em situações de crise cambial, presença insuficiente de arbitradores estrangeiros) que explicariam um prêmio de risco elevado para carregar a dívida pública brasileira. Nesta tese, a queda da taxa de juro real requereria um largo período de tempo e melhoras no ambiente institucional.

Não é nosso propósito discutir a solidez deste argumento. Talvez tivesse sentido em circunstâncias distintas e historicamente determinadas. Em 2009, contudo, há um movimento global na direção de juros nominais e reais substancialmente mais baixos que os vigentes nos últimos 25 anos.

Acreditamos que o movimento nos juros nominais – sobretudo nos EUA - constituem uma “armadilha “ e são o principal risco para os investidores. Ainda que remoto, um deslocamento da taxa de juros dos títulos norte-americanos para refletir uma desconfiança com o crédito soberano dos EUA e / ou por um convencimento crescente que um movimento de relação teria grande funcionalidade para o Tesouro dos EUA teria um efeito devastador para as carteiras globais de renda fixa. No caso da dívida indexada, a proteção é muito melhor. Em um cenário de risco inflacionário, é bastante provável que o FED comporte-se de maneira atrasada (*behind the curve*) e podemos ter cupons negativos por certo período.

No caso brasileiro, o patamar de rentabilidade dos juros nominais e a qualidade do crédito soberano do Brasil mitigam este risco de maneira substancial. Contudo, em um cenário de choque de juros nominais, o Brasil – sobretudo na parte longa da curva – também pode apresentar perdas para os carregadores de dívida prefixada ou indexada ao dinheiro de um dia.

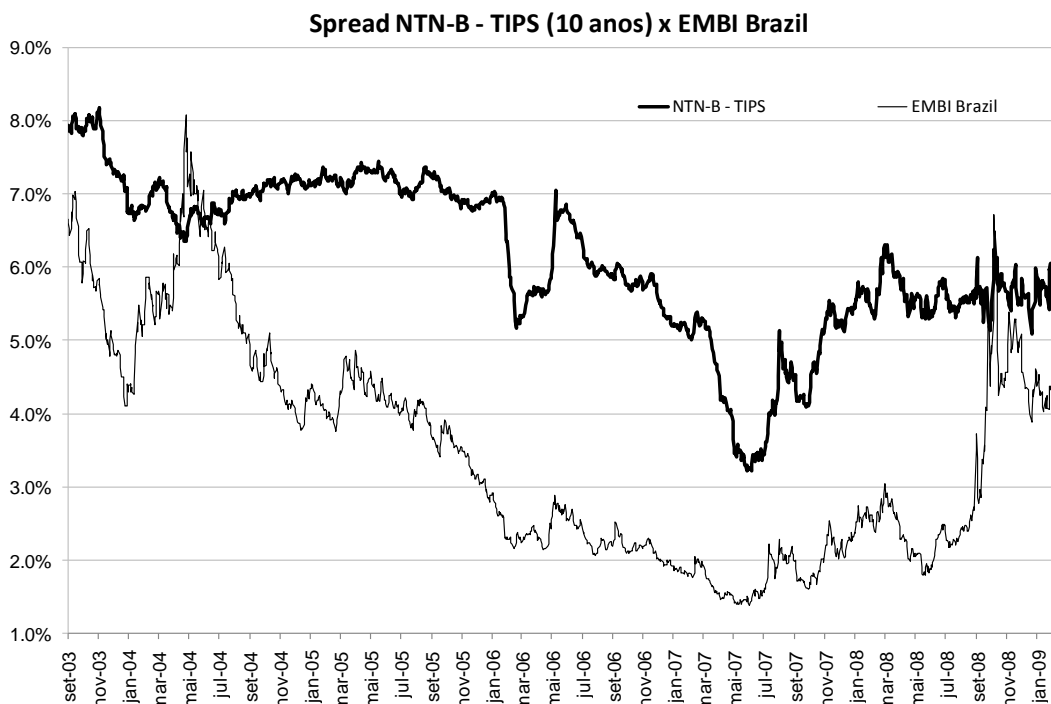
A dívida indexada à inflação passada pode ser a principal defesa contra este risco. Primeiro por que a rentabilidade segue muito atrativa: não faz sentido que o Tesouro brasileiro, que está retirando dívida, pague uma taxa de juros real ex ante próxima de 8 % a.a. . Segundo, por que é muito pouco provável um choque de juros nominal, em um cenário onde o balanço de riscos pende para a queda da atividade econômica e não há crise cambial no horizonte previsível. Terceiro, por que é possível que tenhamos o melhor dos mundos para o carregamento da dívida indexada por muito tempo: na fase de queda da taxa SELIC, a inflação corrente dificilmente cairá abaixo de 4 % a.a. e portanto o carregamento será fortemente positivo para SELIC abaixo de 12, 5 % a.a.. Na fase seguinte, se e quando a inflação começar a subir, é provável que o BACEN – a exemplo dos demais bancos centrais – demore a subir juros por que a atividade econômica ainda permanecerá débil e haverá grande convicção que a relação não pode sustenta-se sem uma demanda forte.

Neste sentido, parece-nos que há grande assimetria de risco retorno no carregamento das NTNBS.

Resta-nos tentar estimar o patamar de juros real que julgamos tornará a relação risco retorno novamente simétrica. Nossa opinião é que a taxa de juros da dívida indexada deveria situar-se abaixo do observado em maio de 2007. Este patamar situa-se ao redor de 5,8 % a.a. para uma estrutura a termo relativamente plana.

Acreditamos, contudo, que é possível termos um cupom das NTNBS ainda mais baixo, se levarmos em conta a situação de desarbitragem na dívida pública brasileira.

O gráfico 1 mostra o comportamento da relação entre as NTNBS B e os TIPS norteamericanos. Em termos relativos, as NTNBS pagavam em maio de 2007, 320 bps sobre os TIPS. Se este patamar fosse testado novamente, teríamos as NTNBS B registrando uma rentabilidade próxima de 4,7 % a.a. Por outro ângulo, pode-se observar que o risco Brasil, medido pelo EMBI, situou-se na mesma época em 150 bps. Do ponto de vista de crédito, não têm o menor sentido que o risco Brasil em moeda estrangeira seja superior ao risco Brasil em moeda local. Esta diferença é explicada pela presença muito limitada de arbitadores estrangeiros – sobretudo pela dificuldade de tomar passivo em reais – e pelo elevado custo de carregar a dívida em taxa SELIC. De fato, se a taxa SELIC cair para um patamar ao redor de 4,5 % a.a., seria razoável esperar que as NTNBS B apresentassem rentabilidade abaixo de 5 % a.a.



**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.