

Perspectivas muito positivas para renda fixa e moderadas para a bolsa

O mandato do PGBL é alocar no mínimo 80 % carteira em renda fixa e até 20 % em ações.

Na carteira de renda fixa, mantivemos uma posição importante em títulos indexados à inflação. Acreditamos que as NTNBS apresentam uma extraordinária assimetria de risco / retorno.

O crédito brasileiro soberano é bastante bom. No mercado externo, o Tesouro nacional financia-se pagando um prêmio de 250 bps sobre o Tesouro norte americano. Por que deve pagar um prêmio de 650 bps sobre a inflação para financiar-se no mercado doméstico? O custo de carregamento elevado e a dificuldade de tomar passivo doméstico para financiar uma carteira de NTNBS explicam em larga medida esta distorção.

Do ponto de vista do risco, julgamos que a posição em NTNBS é preferível à dívida prefixada, pelo risco de uma inclinação mais forte na estrutura a termo, oriunda de uma crise externa. Se a taxa SELIC cair para 9,25 % a.a., o carregamento das NTNBS será positivo para inflação acima de 2,6 % a.a. Acreditamos que o IPCA dificilmente cairá abaixo de 4 % a.a. e portanto estimamos um ganho de 130 bps. Ademais, se houver uma crise de financiamento da dívida americana a mera conjectura de uma aceleração inflacionária tornará muito atrativa os títulos indexados à inflação. Em resumo: estamos sacrificando alguma rentabilidade se a taxa de juros doméstica cair fortemente, mas temos um boa proteção na hipótese de uma onda vendedora na dívida norte-americana.

Temos uma avaliação de otimismo moderado para o mercado de ações. Esta análise levou-nos a ter uma alocação ao longo de março próximo do teto de 20 %, mas ao mesmo tempo uma carteira mais defensiva, com beta menor que 1.

Acreditamos que há 3 temas relevantes no mercado de ações : a) se os preços observados em novembro de 2008 e testados no início de março de 2009 indicam um esgotamento da desalavancagem e da liquidação forçada de posições e portanto constituem um patamar onde não há vendedores agressivos ; b) se a elevada poupança financeira fora dos mercados acionários, em larga medida protegida pela maciça intervenção dos bancos centrais, buscará oportunidades de valorização em um entorno de taxas de juros nominais muito baixas mesmo que os resultados futuros das empresas sigam pouco atrativos por muitos anos; c) se é sustentável o descolamento dos mercados emergentes, sobretudo das moedas commodities, de sistemas financeiros pouco alavancados e que apresentam certo crescimento.

Nossas convicções são muito distintas nestes temas.

É provável que a onda vendedora, associada à desalavancagem generalizada e ao pânico em relação ao sistema financeiro, tenha terminado. Esta tese não descarta novas notícias ruins para os bancos: perdas nas carteiras de crédito ao consumo por elevação do desemprego, inadimplência crescente das hipotecas comerciais em um ambiente de deterioração do fluxo de caixa das empresas, perdas importantes dos bancos europeus com o colapso das economias frágeis da periferia da Europa. Supõe, contudo, que o atual patamar de preços já incorpora materialmente este cenário. Temos alguma convicção nesta tese, que implica em não ter posições vendidas e certo grau de exposição em posições compradas, para aproveitar uma correção de mercado baixista, que pode alcançar facilmente 25 % em relação ao patamar de novembro e de março, que poderia levar o S&P para uma faixa de 900 pontos, talvez testando o nível observado no início de janeiro de 2009.

Em relação ao segundo tema, nossa hipótese é que o eventual rally será exatamente alimentado pela poupança líquida (e o saldo dos fundos de *money markets* norte-americanos é a melhor proxy deste potencial) que, animada pela idéia que a “ação coordenada” dos Tesouros e Bancos Centrais restabeleceu a confiança alocariam parcela crescente para ações. Nossa convicção é que este movimento terá duração curta e pouco sustentada. Acreditamos que o S&P pode registrar “*earnings*” ao redor de US\$ 50 por muitos anos e neste caso, mesmo na faixa de 750 / 950 pontos, os múltiplos não são uma barganha.

O terceiro tema concentra nossa maior convicção. Em março, novamente, a onda de pânico internacional não provocou uma onda vendedora suficiente para derrubar os preços para um patamar observado em outubro de 2008. Este tema tem uma dimensão geral e outra específica para o caso brasileiro.

A tabela 1 mostra o desempenho dos mercados desde o pânico em novembro do ano passado.

Tabela 1: Performance do Mercado Acionário Global de 20/11/08 à 31/03/09

Commodities		Deficit Conta Corrente		G7		Europe strong		Europe Weak		Asia	
Country	US\$ Chg	Country	US\$ Chg	Country	US\$ Chg	Country	US\$ Chg	Country	US\$ Chg	Country	US\$ Chg
Brazil	39,3%	South Africa	28,6%	Canada	15,3%	Norway	30,4%	Austria	14,3%	South Korea	39,2%
Norway	30,4%	Turkey	24,3%	US	6,0%	Sweden	10,7%	Portugal	9,8%	China	29,8%
Australia	20,9%	Australia	20,9%	Germany	1,9%	Germany	1,9%	Spain	3,0%	Taiwan	25,6%
Russia	17,3%	India	13,6%	France	-0,9%	Netherlands	0,3%	Belgium	-1,1%	India	13,6%
Canada	15,3%	Portugal	9,8%	UK	-2,2%	Switzerland	-0,8%	UK	-2,2%	Hong Kong	10,4%
		Mexico	3,0%	Japan	-4,7%	France	-0,9%	Greece	-2,4%	Singapore	5,8%
		Spain	3,0%	Italy	-12,6%	Finland	-7,2%	Italy	-12,6%	Malaysia	0,3%
		Greece	-2,4%							Japan	-4,7%
		Italy	-12,6%								
		Poland	-16,4%								

Interpretamos a evidente dispersão de geografias e setores (ver tabela 2 abaixo) como um indicador que não há mais liquidação forçada. Ademais, julgamos que há deslocamento de poupança para os países que contam com economias pouco alavancadas, que terão algum crescimento e produtoras de commodities. Neste sentido, há uma boa probabilidade de uma correção geral nos mercados – 20 / 25 % em relação ao fundo observado em novembro de 2008 e confirmado em março de 2009 - que seria ampliado nos mercados com estas características.

Tabela 2: Performance Setorial Global 20/11/08 à 31/03/09

Industry	Region Industry Price Performance								
	Global	US	Europe	Japan	Canada	Australia	Asia	Latin America	Brazil
Consumer Discretionary	10,65%	20,17%	1,32%	1,88%	7,26%	17,12%	42,85%	14,26%	40,80%
Consumer Staples	-2,82%	-2,87%	-2,87%	-19,76%	4,89%	19,15%	15,91%	8,89%	11,94%
Energy	8,84%	4,67%	4,01%	31,50%	27,17%	33,01%	33,22%	81,74%	86,26%
Financials	-2,13%	-4,89%	-8,54%	-6,40%	2,72%	17,52%	16,06%	34,86%	38,05%
Health Care	2,43%	7,87%	-5,49%	-18,08%	16,57%	8,11%			
Industrials	-0,29%	-5,54%	10,51%	2,68%	7,29%	-3,29%	21,71%	10,06%	9,66%
Information Technology	19,02%	21,40%	4,56%	5,28%	2,07%		44,48%		36,65%
Materials	25,65%	19,32%	16,82%	6,40%	66,47%	55,45%	10,36%	48,97%	41,11%
Telecommunication Services	1,61%	12,03%	-1,48%	-7,49%	-14,55%	-4,39%	4,10%	-1,03%	24,75%
Utilities	-8,41%	-2,08%	-12,30%	-19,22%	-10,46%	18,41%	4,80%	8,53%	7,50%
Total	4,56%	6,04%	-1,37%	-4,72%	15,34%	20,91%	20,58%	28,79%	39,35%

Nosso retorno foi inferior ao Ibovespa em 47 bps, explicada sobretudo por peso menor em setores mais agressivos como *Materials*, *Financials* e *Real Estate*, e maiores ou iguais ao Ibovespa em setores mais defensivos como *Utilities* e *Consumer Staples*, e nos papéis defensivos de *Industrials*. Com isso o beta da carteira ficou próximo de 0,9, o que explica o retorno da carteira não ter conseguido acompanhar toda a recuperação.

Tabela 3: Atribuição de Performance em Mar/09

Setor	Atribuição da performance (Março)							
	Composição		Retorno Setorial		Alocação Setorial	Seleção de	Interação	Total
	Carteira (w)	Ibovespa (W)	Carteira (w)	Ibovespa (b)	(w-W)*(b-Ibov)	Ações W*(r-b)	(w-W)*(r-b)	I + II + III
				I	II	III		
Consumer Discretionary	1,7%	4,2%	3,5%	8,2%	0,0%	-0,2%	0,1%	-0,1%
Consumer Staples	5,9%	5,7%	-5,3%	6,0%	0,0%	-0,6%	0,0%	-0,7%
Energy	33,5%	22,6%	8,1%	8,2%	0,1%	0,0%	0,0%	0,1%
Financials	14,3%	17,3%	22,1%	16,1%	-0,3%	1,0%	-0,2%	0,6%
Industrials	10,5%	4,1%	-2,4%	-1,4%	-0,6%	0,0%	-0,1%	-0,7%
Information Technology	5,5%	0,9%	15,5%	15,5%	0,4%	0,0%	0,0%	0,4%
Materials	20,7%	30,1%	0,9%	2,9%	0,4%	-0,6%	0,2%	0,0%
Real Estate	0,0%	2,3%	0,0%	21,7%	-0,3%	n.a.	n.a.	-0,3%
Telecommunication Services	0,0%	5,1%	0,0%	1,2%	0,3%	n.a.	n.a.	0,3%
Utilities	7,8%	7,8%	3,4%	3,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Total	100%	100%	6,70%	7,20%	0,0%	-0,4%	0,0%	-0,4%

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.