

Boa performance em renda fixa , má performance relativa em bolsa

Tivemos em abril uma continuidade da carteira do PGBL: cerca de 80 % do patrimônio alocado em ativos indexados à inflação e 20 % do patrimônio alocado em bolsa.

Os títulos indexados à inflação seguem apresentando bom desempenho, principalmente se comparados ao CDI. Comentamos muitas vezes que os preços das NTN-Bs nos parecem bastante desarbitrados. Os juros reais brasileiros estão entre os maiores do mundo, mesmo considerando que o crédito soberano nacional encontra-se em posição muito confortável em termos absolutos e mais ainda se o compararmos com a situação de aguda deterioração fiscal da maior parte das economias mundiais. Continuamos enxergando uma boa oportunidade no carregamento desses ativos, e seguimos concentrando neles nossa alocação. A iminente queda da Selic (e conseqüente melhora no custo de carregamento) deve, nos próximos meses, acelerar a queda das taxas e colocá-las em patamar mais compatível com as praticadas por países de perfil de crédito semelhante.

O desempenho dos mercados de ações em abril parece confirmar as 2 tendências dominantes: recuperação em relação ao patamar mínimo observado em novembro de 2008 e confirmado em março de 2009 e descolamento de um grupo de países e setores , com aumento da dispersão de retornos.

A tabela 1 ilustra este movimento por diferentes geografias e a tabela 2 pelos distintos setores.

Nossa leitura é que parte importante da recuperação já foi realizada e que no atual patamar de preços há pouca assimetria de risco / retorno, sobretudo nas economias centrais.

Tabela 1: Performance do Mercado Acionário Global (20-nov-08 à 30-abr-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	71,1%	Turkey	59,3%	Canada	30,1%	Norway	49,2%	Austria	25,3%	South Korea	65,1%
Norway	49,2%	South Africa	44,9%	Germany	18,8%	Sweden	33,1%	Portugal	22,1%	Taiwan	47,7%
Russia	43,2%	India	44,4%	US	16,0%	Germany	18,8%	Spain	18,9%	India	44,4%
Australia	33,2%	Australia	33,2%	France	11,4%	Finland	12,9%	Greece	18,8%	China	36,0%
Canada	30,1%	Portugal	22,1%	UK	9,2%	France	11,4%	Belgium	10,3%	Hong Kong	26,2%
		Spain	18,9%	Japan	5,5%	Netherlands	11,1%	UK	9,2%	Singapore	23,1%
		Greece	18,8%	Italy	5,4%	Switzerland	5,2%	Italy	5,4%	Malaysia	16,8%
		Mexico	17,5%							Japan	5,5%
		Poland	5,7%								
		Italy	5,4%								

A continuidade da recuperação está centrada na idéia que os Bancos Centrais e os Tesouros estão restaurando a “confiança”. Primeiro, os bancos já não representam risco. Segundo, taxas de juros nominais muito baixas permitirão uma lenta recomposição dos balanços das empresas e famílias. Terceiro, uma tese quase envergonhada que o mundo ia muito bem e que o patamar de preços de novembro / março era produto de uma besteira do Tesouro americano ao permitir a quebra da Lehman. Finalmente, a queda dos spreads de riscos (TED, ABX, Itraxx, VIX) indicariam uma volta a um mundo mais normal.

Nossa convicção é muito diversa. Os Bancos Centrais e os Tesouros estão na gênese da crise. Sancionaram e são parte constitutiva de um período de preços irreais. A elevação dos bancos centrais a um patamar mitológico – garantidores da estabilidade de preços e proteção contra as crises – não mudou a natureza essencialmente cíclica do capitalismo. Esta crise é ampliado por uma mudança no eixo de acumulação para as economias asiáticas e um certo declínio demográfico nas economias centrais.

A resposta de expandir seus balanços mudou a natureza do problema, mas não resolveu a questão crucial: parte substancial dos resultados que davam sustentação ao patamar de preços pré-crise são produto da alavancagem e neste sentido artificiais. Em nossa análise, não haverá truque – sob a forma de juros nominais baixos, garantias explícitas, compra de ativos duvidosos – que permitirá uma volta “aos bons tempos” de maneira sustentada. Ao contrário, subiu substancialmente o risco – ainda remoto – de uma ruptura na moeda reserva.

Tabela 2: Performance Setorial Global (20-nov-08 à 30-abr-09)

Industry	Region Industry Price Performance								
	Global	US	Europe	Japan	Canada	Australia	Asia	Latin America	Brazil
Consumer Discretionary	32,27%	-35,52%	20,66%	26,70%	16,66%	41,01%	77,91%	31,17%	111,82%
Consumer Staples	0,61%	-53,30%	-0,11%	-17,02%	11,07%	38,76%	22,94%	23,99%	40,55%
Energy	15,60%	-66,36%	10,00%	36,11%	43,64%	43,81%	50,61%	104,65%	107,45%
Financials	20,58%	-14,93%	20,55%	8,76%	27,20%	18,34%	37,27%	67,79%	83,02%
Health Care	1,92%	-54,02%	-5,75%	-16,30%	23,48%	20,36%	0,00%	0,00%	0,00%
Industrials	15,93%	-46,91%	31,40%	7,39%	25,29%	7,15%	45,46%	23,87%	33,59%
Information Technology	34,16%	-19,17%	22,55%	13,48%	62,83%	0,00%	64,12%	0,00%	42,65%
Materials	42,77%	-73,58%	40,13%	20,90%	56,94%	63,78%	30,78%	77,45%	74,66%
Telecommunication Services	3,74%	-64,47%	-1,76%	-5,90%	-12,40%	5,37%	5,37%	15,94%	45,36%
Utilities	-4,68%	-73,93%	-5,20%	-21,50%	-0,05%	25,90%	13,60%	17,27%	23,80%
Total	-2,87%	16,00%	11,40%	5,47%	30,08%	33,17%	37,38%	50,23%	71,13%

Tivemos péssimo desempenho relativo em abril, com retorno positivo de bastante inferior aquele apresentado pelo Ibovespa (-410 pontos). A alta do Ibovespa não teve a liderança de Petrobras, e por outro teve como destaque alguns setores que são pouco representados dentro do índice (6,8%), e que tiveram performance muito ruim por algum tempo, como *Consumer Discretionary* e *Real Estate*. Além disso, a alta de abril teve como *driver* para alguns setores eventos específicos de intervenção do governo que não julgávamos capazes de mover os preços. Em primeiro lugar a redução do IPI para produtos da linha branca foi o principal *driver* para a alta das ações de B2W e Lojas Americanas, que puxou o retorno do setor *Consumer Discretionary*. Em segundo lugar, a troca do presidente do Banco do Brasil foi interpretada como uma mudança material na governança do banco,

como se seus múltiplos substancialmente mais baixos daqueles do setor financeiro privado já não incorporassem esta característica.

O retorno abaixo do IBOVESPA explica-se por três motivos : a) troca do presidente do Banco, nossa visão é que os múltiplos do banco do Brasil incorporam a pior governança e portanto acreditamos que a underperformance do mês de abril será corrigida no médio prazo ; b) não termos ter nenhuma posição em *Real Estate*, pois parecia-nos que múltiplos dos papéis de maior liquidez já estavam caros, e os papéis de menor liquidez apresentam um risco muito grande de uma piora no mercado ; c) posição em *Consumer Discretionary*, que não acompanhou a alta de B2W e Lojas Americanas, impulsionada principalmente pela redução do IPI.

Por outro lado, acertamos na escolha de ações em *Consumer Staples* e *Utilities*, e com isso os retornos desses setores foram superiores ao retorno da carteira no período. A manutenção da posição em *Industrials* foi favorável, e o setor recuperou-se no mês. Estas contribuições positivas não foram suficientes para proporcionar um retorno em excesso ao Ibovespa em Abril.

Tabela 3: Atribuição de Performance em Abril/09

Atribuição da performance (Abril)								
Setor	Composição		Retorno Setorial		Alocação Setorial	Seleção de	Interação	Total I + II + III
	Carteira (w)	Ibovespa (W)	Carteira (w)	Ibovespa (b)	(w-W)*(b-Ibov)	Ações W*(r-b)	(w-W)*(r-b)	
					I	II	III	
Consumer Discretionary	2,5%	4,2%	10,0%	30,7%	-0,3%	-0,9%	0,4%	-0,77%
Consumer Staples	3,3%	5,6%	27,2%	18,6%	-0,1%	0,5%	-0,2%	0,22%
Energy	28,5%	22,7%	4,6%	4,7%	-0,6%	0,0%	0,0%	-0,67%
Financials	18,2%	18,9%	10,1%	18,5%	0,0%	-1,6%	0,1%	-1,55%
Industrials	8,2%	3,8%	18,8%	16,4%	0,0%	0,1%	0,1%	0,23%
Information Technology	5,3%	1,0%	-1,8%	-1,8%	-0,8%	0,0%	0,0%	-0,75%
Materials	25,6%	29,2%	18,7%	18,4%	-0,1%	0,1%	0,0%	-0,02%
Real Estate	0,0%	2,6%	0,0%	64,5%	-1,3%	n.a.	n.a.	-1,27%
Telecommunication Services	0,0%	4,7%	0,0%	10,4%	0,2%	n.a.	n.a.	0,25%
Utilities	8,4%	7,3%	13,2%	8,7%	-0,1%	0,3%	0,0%	0,30%
Total	100%	100%	11,60%	15,70%	-2,9%	-1,5%	0,4%	-4,0%