

Volatilidade de volta

Um mês apenas se passou desde nossa última comunicação e já houve uma grande mudança no patamar de preços. **A volatilidade voltou para patamares que não eram vistos desde a crise de 2008.** Apesar de ser de menor intensidade, pelo menos, até agora, esse tremor nos mercados pode ser considerado uma consequência do grande evento de 2008.

Não nos julgamos melhores do que os outros consultores, **mas sempre fizemos questão de ter em nossa empresa bom senso e "cabelo branco"** (experiência ensina bastante). Vamos sempre preferir uma equipe com 10% de inteligência técnica e 90% de bom senso do que o contrário. A seguir, trechos de nossa última carta, em itálico, seguidos pela análise do que aconteceu no mês de maio.

Por mais de um critério, o Brasil está "caro" comparado com o resto do mundo. No processo de correção das bolsas globais, no mês de maio, a Bovespa até agora foi uma das que mais perdeu. Perdemos - 12% contra, por exemplo, -8% da bolsa francesa ou -8% do S&P 500.

Se as condições de liquidez no mundo secarem? Pois é... Teremos dificuldades em financiar nossas contas externas. Naquele momento (fim de abril), o dólar X real flertava com R\$ 1,70. Bastou um movimento brusco de aversão de risco, causado pela iminência de um conflito entre as duas Coreias, e o rebaixamento da Espanha pelas agências de crédito para a fonte de financiamento secar e chegarmos no R\$ 1,90 ao longo do mês.

Nossa visão (se não houver nenhum acidente do tipo Lehman) é de retornos baixos para a maior parte dos investimentos. O investidor terá que pesquisar muito para obter o famoso "alfa" que nada mais é que retorno extra sobre os índices.

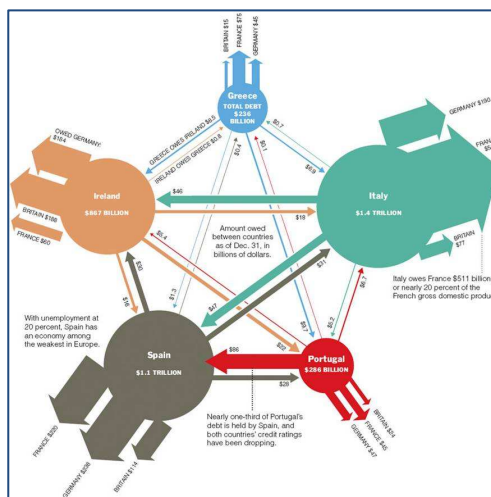
Chegamos perto de um acidente do tipo Lehman quando o mercado interbancário europeu secou. Afinal os bancos europeus carregam uma montanha de dívida soberana dos próprios países europeus. **Um calote seria catastrófico e teria o efeito de derrubada de um castelo de cartas** (na figura central, um pequeno exemplo da relação "incestuosa" entre os PIIGS, países europeus com problemas). Nem vamos citar aqui a exposição dos bancos ingleses, franceses e alemães. **O mega pacote de EUR 750 bilhões afastou esse risco de falta de liquidez no curto prazo, mas não resolveu o problema estrutural.**

Em moedas, achamos o real assimétrico (pouco para ganhar e muito para perder num eventual stress). Nossa alocação favorita continua sendo apostar na continuidade da fraqueza do euro contra o dólar e contra moedas como dólar canadense ou o dólar australiano. Em especial contra o dólar americano, já que a recuperação parece ser para valer. O mês começou com o euro valendo USD 1,34 e terminou com a moeda europeia tocando USD 1,22. **Os analistas já viraram a casaca e agora virou consenso um euro entre USD 1,10 e USD 1,00 para os próximos 12 meses.**

Em renda variável, mantemos nossa visão de que está "no preço" e que deve ficar andando de lado na melhor das hipóteses. Preferimos reduzir a alocação e escolher bem os gestores. Continuamos achando que o S&P500 continuará batendo o Ibovespa ao longo do ano. Em dólares o S&P500 apresentou -8% contra -12% do nosso Ibovespa.

Bem, mas e daqui para frente? **A turbulência de maio de 2010 nada mais que é do que uma continuação da crise de outubro de 2008.** Como temos dito aqui nesse espaço, a crise de crédito de 2008 deixou uma contra trilionária (socorro aos bancos e algumas empresas) que inflou a dívida pública de diversos países. Agora, o mesmo mercado financeiro que foi salvo em 2008 está mordendo a mão de quem o salvou. Está olhando para o balanço de alguns países e dizendo simplesmente que para determinado país não se empresta mais. **De uma forma ou de outra a conta teria de ser paga e está chegando a hora do acerto.**

Olhando o exemplo mais em voga vemos uma Europa com déficit público médio na casa dos 8-10% do PIB e com um estoque médio de dívida na casa de 80-90% do PIB. Para o socorro de maio eles lançaram um pacote de EUR 500 bilhões vindos do Banco Central Europeu (os outros EUR 250 bilhões são do FMI). **No curto prazo é ótimo, mas quem irá pagar essa montanha de dinheiro? Com que crescimento esses países que recebem o dinheiro irão quitar a dívida?**



Já se argumenta que não se trata de dinheiro de verdade e sim de papel pintado. Sabemos que a emissão descontrolada de moeda produz inflação, mais cedo ou mais tarde. Não é a toa que o preço do ouro está em suas máximas.

A situação de outros países pode até não ser tão aguda, mas caminha na direção fiscal da Europa. **Nosso próprio Brasil sofreu uma deterioração em suas contas impressionante nos últimos anos do governo Lula.**

Nossa visão é que a oscilação dos mercados em maio, mais do que uma onda de aversão ao risco, foi uma reprecificação dos ativos, uma vez que o aumento da dívida soberana

global irá reduzir o crescimento mundial nos próximos 3 a 5 anos. Outro sinal disso é a forte correção que as *commodities* sofreram. **Essa conta será paga por uma mistura de menor crescimento, mais inflação, aperto orçamentário e mais desemprego. Um ambiente mais difícil para o mundo dos investimentos.**

Não podemos também deixar de mencionar a volatilidade causada pelas tensões entre as duas Coreias onde a do Norte supostamente afundou um navio da sua "irmã" sulista. Isso nos lembra que vivemos em um mundo de conflitos e terrorismo, onde o imponderável pode nos pegar de surpresa.

Nos fundos multimercados, continuamos sem novas adições por enquanto. A classe não está obtendo resultados consistentes e compatíveis com o risco. Na renda fixa estamos observando para ver até onde a crise europeia poderá reduzir a magnitude do aumento de juros previsto para 2010. **Isso poderá trazer oportunidades nos papéis pré-fixados.**

Em bolsa, aos 60 mil pontos já começamos a ver algumas pechinchas em papéis de menor liquidez que foram destroçados (como de hábito) pelos estrangeiros ao saírem da bolsa. Como aprendemos em outras crises (a primeira foi a do México em 1994) não devemos nos apressar em sermos os heróis que compram primeiro. No geral o momento é de cautela. **Vamos manter a liquidez, evitar a alavancagem e focar em preservação de capital.**