

### A gangorra...

Julho foi um mês muito bom para praticamente todos os ativos de risco. O dólar caiu cerca de 4% frente ao já forte real. A bolsa de São Paulo subiu vigorosos 11%. Lá fora o cenário também foi positivo, com o S&P500 apreciando 7% e o DAX alemão subindo 8%. A pergunta que deve ser feita é se essa onda volta ao risco é para valer ou se é mais do mesmo do que estamos vendo em 2010. **O ano em curso por enquanto é o ano da gangorra, os ativos de risco estão sem direção**, como pode ser visto no gráfico do Ibovespa.

Primeiramente, devemos lembrar que os meses de julho e agosto no hemisfério norte são, tradicionalmente, meses de volumes de negócios menores por conta das férias de verão. Volume menor significa que um ativo pode se valorizar ou cair sem que haja muita força. **No mês, houveram dois eventos positivos: o primeiro foi a divulgação do resultado do teste de estresse dos bancos europeus e o segundo a surpresa do aumento menor do que o esperado da taxa de juros no Brasil.** No último caso, acrescentado do comunicado que leva a crer que talvez seja o último aumento da SELIC em 2010.

O Banco Central do Brasil, em sua última reunião no dia 21 de julho, aumentou a taxa básica de juros em 0,5% para 10,75%. O mercado, por consenso, esperava um aumento de 0,75% e foi pego de surpresa pelo movimento do BC. Na ata da última reunião do COPOM ficou claro que o BACEN trabalha com o cenário da inflação convergindo para a meta central de 4,5% no fim de 2011 ou no começo de 2012. **A influência externa, segundo nosso BC, agora é desinflacionaria (um mundo crescendo pouco), o balanço entre oferta e demanda está neutro e os últimos números de inflação e atividade no Brasil vieram indicando uma economia em processo de acomodação e não de forte expansão.** Mas o fato é que ainda temos baixos índices de desemprego e uma política fiscal expansionista (flertando com a irresponsabilidade). A parte fiscal é determinante no longo prazo para o nível de juros de um país e como no próximo ano não temos certeza de qual será a política fiscal (Serra e Dilma têm visões bem distintas sobre o tema), a interrogação fica no ar. **O Banco Central, diante das incertezas, foi prudente em adotar o "modo de espera" que possivelmente irá durar até o fim de 2010.**

O comitê de supervisão bancário europeu divulgou no fim do mês o tão aguardado resultado do teste de estresse. De 91 bancos europeus, apenas 7 não foram aprovados pelos critérios de adequação de capital. O mercado com certeza comemorou o resultado, que não poderia ser diferente. Alguém imaginou que as autoridades européias iriam dar um tiro no pé? Qualquer pessoa que tenha trabalhado em modelagem financeira em qualquer área conhece a máxima de que os números e as planilhas financeiras aceitam qualquer coisa. Neste caso, ao olharmos como o teste foi conduzido, verificamos coisas estranhas como a questão dos títulos governamentais que os bancos carregam. Se o banco carrega um título, digamos da Grécia, em sua carteira de negociação, o teste prevê uma perda de 23% caso o calote ocorra em 2011. Caso esse mesmo título esteja contabilizado na carteira de carregamento até a maturidade então não há perdas em caso de calote ou reestruturação da Grécia. Isso não faz sentido. **Se o assaltante leva a sua carteira não importa em que bolso da calça ela estava.**



**Outros parâmetros, como crescimento de apenas -0,4% para a Comunidade Européia em 2011 nesse cenário adverso, nos leva a crer que o teste foi preparado para que o prato final ficasse apetitoso.** De qualquer forma, o teste serviu para divulgar quanto cada banco carrega de títulos governamentais e isso serve para que cada agente do mercado faça suas contas para saber se vale a pena emprestar para outro banco. Isso ajudou com certeza a aliviar a pressão vivida em abril e maio, mas alertamos que os problemas fiscais (com suas conseqüências) da Europa estão bem longe de terem sido resolvidos.

O ambiente no mercado financeiro continua incerto e não está fácil ganhar dinheiro em 2010. Até agora, o ano apresentou três fases distintas; a primeira com crescimento robusto nos Estados Unidos até abril (*desempenho* superior do SP sobre emergentes), depois a crise soberana na Europa (maio-junho), e a fase atual com a resposta européia à crise, concomitante aos números ruins de crescimento nos Estados Unidos.

**No segundo semestre as perguntas a serem respondidas continuam mais ou menos as mesmas. Os Estados Unidos estão entrando numa nova recessão? A Europa irá conseguir entregar os números de ajuste fiscal? A China continuará crescendo?** Isso tudo é normal em ciclos de recuperação pós-crise, pós-recessão como a que tivemos em 2008. Junta-se a isso um cenário de eleições apertadas no Brasil. **De certo mesmo só que a incerteza e a volatilidade devem persistir até o final do ano, quando, pelo menos no Brasil, teremos algumas questões respondidas como as eleições e a capitalização da Petrobras (que tem segurado o mercado acionário local).**

Olhando para as classes de ativos estamos fora de pré-fixados na renda fixa brasileira. A taxa curta (janeiro de 2011) já precifica o fim dos aumentos da taxa de juros (ie, sem prêmios) e as taxas longas são hoje um jogo de adivinhação, pois Serra e Dilma são duas políticas fiscais e monetárias completamente diferentes. Continuamos pós-fixados e olhando para CRI's selecionadas.

Na categoria dos gestores multimercados ficamos com baixa exposição e muita seleção. **A classe dos gestores desses fundos apenas prova nossa tese que comprar a classe no geral é comprar "kit Brasil", coisa que se pode fazer sem pagar 2% de taxa de administração.** Poucos são os que fazem algo diferente.

Em bolsa, convém separar os nomes ligados ao consumo interno que estão caros por todas as métricas e os nomes ligados as commodities que estão até baratos, mas dependentes do cenário externo adverso. **Continuamos a crer numa bolsa de pouca direção e volatilidade.**

**Nas moedas não vemos valor em comprar reais nesse patamar de 1,75 e para quem tem passivos em moeda americana pode ser um bom ponto de proteção ou mesmo de quitação das mesmas.** Estamos surpresos com a recuperação do euro frente ao dólar (1,20 para 1,30). Assim como caiu muito rápido e forte tivemos um rebote também rápido e forte. Em termos de fundamento ainda vemos Estados Unidos melhores do que a região Européia.

De um modo geral vivemos em um mercado com ativos de risco com prêmios baixos e cenário muito incerto. Ainda é cedo para pular no vagão da recuperação.