

A altíssima volatilidade nos principais mercados em outubro produziu um ambiente de grande assimetria risco/retorno para as posições de arbitragem e carregamento. Em nossa opinião, o declínio sustentado da volatilidade requer o esgotamento da liquidação forçada e um patamar de preços consistente com uma alavancagem muito menor.

Esta situação levou-nos a privilegiar posições de trading de curtíssimo prazo - normalmente com tendência pessimista – e uma exposição de risco concentrada na estrutura a termo da taxa de juros e no cupom cambial.

Nossa leitura dos mercados em outubro indicava um mercado de ações ainda em processo de desalavancagem e que incorporaria uma deterioração importante nos resultados das empresas em 2009, no exterior e no Brasil. Ademais, a combinação de um custo de oportunidade crescente, a forte queda no preço das commodities, a incapacidade das empresas ligadas ao declinante consumo interno de liderar uma recuperação do mercado e fluxo de recursos de volta às economias centrais deu-nos a convicção que as posições vendidas em bolsa se beneficiariam de movimentos de liquidação agressiva de posições.

Ao mesmo tempo, julgamos que a piora no financiamento externo do Brasil, ainda que distantes de uma crise cambial clássica, deveria levar a taxa de câmbio a um patamar que tornasse mais equilibrado a conta corrente. Nosso modelo de balanço de pagamentos, com todas as restrições de um modelo em condições muito instáveis, indica uma taxa de câmbio próxima de R\$ 2,50 como suficiente para financiar a conta corrente sem utilização material de reservas.

Mantivemos nossa posição nas NTNBs. No médio prazo, julgamos que a taxa de juros real é inconsistente com a capacidade de pagamento do Tesouro Brasileiro, que seguramente situa-se entre as melhores do mundo. No curto prazo, o carregamento será positivo nos próximos meses, por uma combinação de rentabilidade de 10% a.a. com um IPCA ao redor de 6% a.a. contra um custo de carregamento de 13,75% a.a.

Tomamos um risco de carregamento na curva de títulos públicos, por julgar que o prêmio pago aos títulos públicos é totalmente injustificável em um cenário de risco de contrapartida privado.