

## Juros em queda

Mantivemos nossa posição baixista nas taxas de juros.

Temos 3 convicções:

- a) A taxa de juros nominal deveria cair para um patamar abaixo do observado em maio de 2007 (SELIC a 11,25 % a.a.). Acreditamos que o Banco Central realizará este movimento ainda no primeiro semestre de 2009 e buscará uma taxa de juros real que mantenha a expectativa de inflação próxima de 4 % a.a.. Na lógica de uma regra de Taylor tupiniquim, isto é, com viés conservador, consideramos que este patamar situa-se ao redor de 9,5 % a.a.;
- b) A taxa de juros da dívida indexada deveria cair para 5 % a.a., abaixo do observado em maio de 2007. O mercado deveria pagar um prêmio para carregar as NTNBS, precisamente no momento que a taxa SELIC encontrar seu piso. De fato, a ameaça inflacionária subjacente na economia mundial teria um efeito tão devastador na renda fixa que os portfólios deveriam buscar, em condições de equilíbrio, os títulos indexados. Implícita em nossa tese que o risco deflacionário é muito baixo e claramente assimétrico: não faz sentido defender-se de uma deflação de 1% a.a. para tomar o risco de uma inflação de 10 % a.a. na hipótese dos Bancos Centrais não conseguirem reverter os efeitos deletérios da expansão de seus balanços e do “quantitative easing.” Estamos portanto atribuindo baixa probabilidade à tese que a crise atual é similar à depressão de ‘29 e da crise japonesa dos nos 90. Ao contrário, cremos que pode haver funcionalidade na inflação, 25 anos depois, ao cumprir a tarefa de destruir de maneira material o estoque de riqueza em renda fixa;
- c) Nossa hipótese é que a estrutura a termo da taxa de juros, encerrado o ciclo de queda da taxa SELIC, será bastante inclinada, a exemplo do que ocorre no resto do mundo. Novamente, cremos que o balanço de riscos e sobretudo o *pay off* da hipótese inflacionária não autorizam posições prefixadas na parte longa da curva de juros;

Em resumo, ainda há oportunidades na parte curta da curva e nos títulos indexados.