

Ainda a taxa de juros

Entramos em março com duas convicções centrais: a) seguiria o movimento de queda da taxa de juros doméstica ; b) a curva de juros se inclinaria positivamente para os vencimentos mais longos.

Preferimos concentrar nosso risco na manutenção de posições compradas nas NTNBs.

Parece-nos que as posições pré-fixadas na parte curta da estrutura a termo têm um risco de inclinação que é não é desprezível. Nossa análise era que o Banco Central do Brasil será conservador e portanto a taxa SELIC deve situar-se ao redor de uma taxa de juros real ex ante de 5 % a.a.. A partir deste ponto, acreditamos que a curva deve apresentar uma inclinação positiva entre 50 bps e 75 bps por ano de vencimento, com um risco maior a partir de 2 anos. Esta inclinação não implica uma percepção que há risco da taxa SELIC subir em 2010: indica que o prêmio de risco quando o juro nominal é o mais baixo em muitos anos – não só no Brasil , mas em escala global - deveria ser alto. O paradoxo é instrutivo: os mercados acreditam que as condições macroeconomicas muito favoráveis – inflação controlada, atividade econômica frágil, inexistência de *pass-through* da desvalorização cambial, desemprego crescente arrefecendo as demandas salariais e a absorção doméstica - permitem ao Banco Central testar uma taxa de juros real abaixo do equilíbrio dos modelos em voga, tributários em maior ou menos grau, da regra de Taylor. Como este cenário perdurará por um bom tempo, supõe-se que não haverá necessidade de subir a taxa SELIC e, portanto a inclinação da curva deve ser muito baixa. Nosso sentimento é inverso: quanto mais pode melhorar? Que aconteceria se os carregadores da dívida longa das economias centrais preferissem diminuir seu risco de *duration*, em face de uma crescente deterioração nas condições de financiamento do Tesouro americano? Por que tomar um risco para ganhar 50 bps se o cenário adverso pode significar perda de 200 /300 bps?

Ao contrário, as NTNBs apresentam uma extraordinária assimetria de risco / retorno. Se a taxa SELIC cair para 9,25 % a.a., o carregamento das NTNBs será positivo para inflação acima de 2,6 % a.a.. Acreditamos que o IPCA dificilmente cairá abaixo de 4 % a.a. e portanto estimamos um ganho de 130 bps. Nosso ponto é outro: se houver uma crise de financiamento da dívida americana a mera conjectura de uma aceleração inflacionária tornará muito atrativa os títulos indexados à inflação. Em resumo: estamos sacrificando alguma rentabilidade se a taxa de juros doméstica cair fortemente, mas temos um boa proteção na hipótese de uma onda vendedora na dívida norte-americana.